

STEFAN BECHTOLD

Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts

Jus Privatum

149

Mohr Siebeck

JUS PRIVATUM
Beiträge zum Privatrecht
Band 149



Stefan Bechtold

Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts

Ein rechtsökonomischer Beitrag
zu einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts

Mohr Siebeck

Stefan Bechtold: Geboren 1974; Studium der Rechtswissenschaft in Tübingen und Stanford; 2001 Promotion; 2005–2008 Mitarbeiter am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn; 2009 Habilitation an der Universität Tübingen; Professor für Immaterialgüterrecht an der ETH Zürich.

e-ISBN PDF 978-3-16-151226-1
ISBN 978-3-16-150155-5
ISSN 0940-9610 (Jus Privatum)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2010 Mohr Siebeck Tübingen.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Computersatz Staiger in Rottenburg/N. aus der Stempel-Garamond gesetzt, von Gulde-Druck auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Josef Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Die vorliegende Schrift ist im Schwerpunkt zwischen Herbst 2006 und Sommer 2008 entstanden. Sie wurde im Sommersemester 2009 von der Juristischen Fakultät der Universität Tübingen als Habilitationsschrift angenommen. Sie befindet sich im Wesentlichen auf dem Literatur- und Gesetzesstand von Juni 2009. Geplante Gesetzgebungsvorhaben konnten allenfalls noch in den Fußnoten erwähnt werden.

Dank gebührt vielen. Herrn Prof. Dr. Wernhard Möschel darf ich nicht nur für die über viele Jahre gewährten Freiheiten und Anregungen, sondern auch für die sehr angenehme Atmosphäre danken, die unser Verhältnis auch nach meinem Wechsel zum Bonner Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern immer geprägt hat. In gleichem Maße darf ich Herrn Prof. Dr. Christoph Engel für die großzügige Aufnahme ins Bonner Institut, die großen Freiheiten, die zahllosen Gespräche und das Feuerwerk intellektueller Anregungen danken, die ich während meiner dortigen Zeit erfahren durfte. Herrn Prof. Dr. h.c. mult. Martin Hellwig, Ph.D., danke ich für zahlreiche Diskussionen am Institut, in denen ich nicht nur viel über die Volkswirtschaftslehre, sondern auch über die Rechtswissenschaft gelernt habe.

Dank gebührt auch dem Bonner Max-Planck-Institut als Institution. Durch den intensiven Kontakt mit den dortigen Juristen, theoretischen und experimentellen Ökonomen sowie Psychologen konnte ich beobachten, wie wissenschaftliche Fragestellungen zu formulieren sind. Mehr kann eine wissenschaftliche Ausbildung nicht leisten. Dafür sei den beiden Direktoren des Instituts ganz herzlich gedankt.

Dank gebührt schließlich den wissenschaftlichen und nicht-wissenschaftlichen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern des Instituts für die überaus angenehme und anregende Arbeitsatmosphäre sowie die optimalen Arbeitsbedingungen, die ich während meiner Bonner Zeit genießen durfte. Insbesondere möchte ich Dr. Felix Bierbrauer, Regina Goldschmitt, Dr. Andreas Glöckner, Prof. Dr. Hendrik Hakenes, Prof. Dr. Felix Höffler, Dr. Jörn Lüdemann, Dr. Stefan Magen, Alexander Morell, Heidi Morgenstern, Prof. Dr. Indra Spiecker gen. Döhmann und Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Carl-Christian von Weizsäcker nennen.

Den Herren Prof. Dr. Wernhard Möschel, Prof. Dr. Heinz-Dieter Assmann und Prof. Dr. Christoph Engel danke ich für die Erstellung der Habilita-

tionsgutachten. Herzlich danken möchte ich auch Prof. Dr. Gérard Hertig für die traumhafte Arbeitsumgebung, die ich in Zürich vorfinden durfte.

Der größte Dank gilt nicht nur meinen Eltern, die mich seit jeher in jeglicher Hinsicht unterstützt und das Manuskript sorgfältig durchgesehen haben. Er gilt auch Lisa, die mich durch die Habilitationszeit mit der notwendigen Mischung aus Unterstützung und Humor begleitet hat. Ihr ist die Arbeit gewidmet.

Zürich, im Juni 2009

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XV
Teil 1: Einführung	1
A. Erkenntnisinteresse und methodische Orientierung der Untersuchung	2
B. Gang der Untersuchung	7
C. Beschränkung der Untersuchung	8
Teil 2: Methodische Grundlagen	13
A. Einführung	13
B. Rechtliche Grundlagen	13
C. Rechtsökonomische Grundlagen	19
Teil 3: Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts anhand von Beispielen ..	47
A. Einführung	47
B. Das Regulierungsziel wird nicht erreicht	48
C. Die Regulierung führt zu unbeabsichtigten Nebenfolgen	92
D. Konkurrenz mehrerer Regulierungsinstrumente	118
E. Detailgrad von Regulierung	265
F. Zusammenfassung des Teils 3	307
Teil 4: Schlussfolgerungen	311
A. Konsequenzen für eine interdisziplinär fundierte Rechtswissenschaft	311
B. Konsequenzen für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts	331
C. Ausblick	346
Literaturverzeichnis	349
Materialienverzeichnis	411
Register	417

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abbildungsverzeichnis	XV
Teil 1: Einführung	1
A. Erkenntnisinteresse und methodische Orientierung der Untersuchung	2
B. Gang der Untersuchung	7
C. Beschränkung der Untersuchung	8
Teil 2: Methodische Grundlagen	13
A. Einführung	13
B. Rechtliche Grundlagen	13
I. Zwingendes und dispositives Vertragsrecht	13
II. Deskriptives Verhaltensmodell und normatives Ordnungsmodell	16
C. Rechtsökonomische Grundlagen	19
I. Einführung	19
II. Verhaltensmodell	20
1. Rationaltheoretisches Verhaltensmodell	20
2. Verhaltenswissenschaftliches Verhaltensmodell	22
III. Wohlfahrtstheorie	26
1. Einführung	26
2. Allokationseffizienz	27
3. Marktversagen	29
IV. Vertragstheorie	33
1. Einführung	33
2. Verträge mit asymmetrischer Information	33

3. Prinzipal-Agenten-Theorie	35
4. Theorie unvollständiger Verträge	37
5. Schlussbemerkung	41
V. Modellierende, empirische und experimentelle Rechtsökonomie .	41
VI. Gründe für zwingendes Vertragsrecht	43
Teil 3: Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts anhand von Beispielen	47
A. Einführung	47
B. Das Regulierungsziel wird nicht erreicht	48
I. Einführung	48
II. Grenzen des Informationsmodells	48
1. Einführung	48
2. Spuren des Informationsmodells im Privatrecht	53
3. Fehlerhafte Informationsaufnahme: Informationsüberlastung .	56
a) Problem	57
b) Lösungsmöglichkeiten	61
aa) Allgemeines	61
bb) Angabe der effektiven Gesamtbelastung im Verbraucher- darlehensrecht	64
4. Fehlerhafte Informationsverarbeitung: Kognitive Beschränkung	68
a) Problem	68
aa) Einführung	68
bb) Überoptimismus und Kontrollillusion	71
cc) Zeitlich inkonsistente Präferenzen	73
b) Lösungsmöglichkeiten	80
aa) Ansätze innerhalb des Informationsmodells	81
bb) Ansätze außerhalb des Informationsmodells	86
5. Erweiterungen	88
III. Zusammenfassung	91
C. Die Regulierung führt zu unbeabsichtigten Nebenfolgen	92
I. Einführung	92
II. Verdrängung sozialer Präferenzen durch Verbraucher- schutzrecht	93
1. Einführung	93
2. Theoretischer Modellrahmen	100

a) Einführung	100
b) Soziale Präferenzen	101
c) Endogene Präferenzen	107
d) Zusammenfassung	109
3. Empirischer und experimenteller Befund	110
a) Befund	110
b) Bewertung	114
III. Zusammenfassung	117
D. Konkurrenz mehrerer Regulierungsinstrumente	118
I. Einführung	118
II. Optionales Vertragsrecht	121
1. Einführung	121
2. Eigenmächtige Abwehrmaßnahmen im Übernahmerecht	128
a) Rechtlicher Rahmen für Abwehrmaßnahmen	128
aa) Einführung	128
bb) Überblick über mögliche Abwehrmaßnahmen	129
cc) Rechtslage in der Europäischen Union	136
dd) Rechtslage in Deutschland	141
ee) Rechtslage in den USA	146
ff) Zusammenfassung	152
b) Eigenmächtige Abwehrmaßnahmen aus rechts- ökonomischer Sicht	155
aa) Einführung	155
bb) Grundlagen der ökonomischen Analyse im Gesellschaftsrecht	155
(1) Gesellschaftsrecht als Vertragsrecht	155
(2) Gesellschaften als Prinzipal-Agenten-Beziehungen	160
(3) Maximierungsprobleme in Gesellschaften	164
(a) Einführung	164
(b) Rechtsökonomische Analyse	165
(c) Aktien- und kapitalmarktrechtliche Einbettung	172
(4) Zusammenfassung	177
cc) Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen	179
(1) Einführung	179
(2) Erster Schritt: Auswirkungen von Unternehmens- übernahmen	180
(a) Positive Auswirkungen	180
(b) Negative Auswirkungen	183
(3) Zweiter Schritt: Auswirkungen von Abwehrmaßnahmen	184
(a) Negative Auswirkungen	184
(b) Positive Auswirkungen	187
(4) Dritter Schritt: Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen	188

(a) Negative Auswirkungen	189
(b) Positive Auswirkungen	190
dd) Zusammenfassung	196
c) Optionale Rechtsregeln für eigenmächtige Abwehrmaßnahmen ..	200
aa) Einführung	200
bb) Funktionen zwingender Regelungen im Gesellschaftsrecht ..	202
cc) Funktionen dispositiver Regelungen im Gesellschaftsrecht ..	203
(1) Einführung	203
(2) Senkung von Transaktionskosten	205
(3) Bereitstellung eines öffentlichen Guts	205
(4) Trivialität dispositiven Vertragsrechts	206
(5) Netzwerkeffekte durch dispositives Vertragsrecht	207
(6) Entlastungsfunktion bei langfristigen Verträgen	213
(7) Informationsfunktion	215
(a) Informationsinduzierende Wirkung von „penalty defaults“	215
(b) Signalisierung durch optionales Vertragsrecht	218
(c) Unmittelbare Information durch dispositives Vertragsrecht	223
(8) Verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse dispositiven Vertragsrechts	223
(a) Einführung	223
(b) Auswirkungen von Standard-Regelungen	225
(c) Erklärung durch den „endowment“-Effekt	226
(d) „Endowment“-Effekt bei dispositivem Vertragsrecht	234
(e) „Endowment“-Effekt bei dispositivem Gesellschaftsrecht	237
(9) Ausblick: Rückwirkungen auf das Investitionsverhalten	240
(10) Empirische Validierung	245
dd) Ausgestaltung optionaler Regelungen im Übernahmerecht ..	248
(1) Standard-Regelung im Interesse der Mehrheit	249
(2) Standard-Regelung im Interesse einer Minderheit	251
(3) Bestimmung des Interesses von Mehrheit und Minderheit	252
(4) Inhaltliche Ausgestaltung der Standard-Regelung	256
(5) Gesamtschau	258
III. Allgemeine Lehren	263
E. Detailgrad von Regulierung	265
I. Einführung	265
II. Heterogenität von Regelungsadressaten	267
1. Heterogenität aus Sicht der Rechtsökonomie	267
a) Einführung	267
b) Individuelle Effekte	270
c) Aggregierte Effekte	272
d) Zusammenfassung	277

2. Heterogenität aus Sicht einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts	278
a) Einführung	278
b) Differenzierung durch den Gesetzgeber	278
aa) Kategorisierung	279
bb) Flexibilisierung	287
cc) Zusammenfassung	290
c) Differenzierung durch Rechtsprechung und Lehre	293
aa) Einführung	293
bb) Rechtsfolgen unwirksamer Vertragsbestimmungen	294
cc) Anwendungsbeispiele	298
(1) Geltungserhaltende Reduktion unwirksamer allgemeiner Geschäftsbedingungen	298
(2) Geltungserhaltende Reduktion bei Nichtigkeit gemäß §§ 134, 138 BGB	301
(3) Ausschluss des Reuerechts bei angefochtenen Willenserklärungen	303
(4) Gesetzliche Anordnung eines Regulierungsmodells	305
III. Zusammenfassung	306
F. Zusammenfassung des Teils 3	307
 Teil 4: Schlussfolgerungen	 311
A. Konsequenzen für eine interdisziplinär fundierte Rechtswissenschaft	311
I. Grenzen der herkömmlichen Rechtsökonomie	312
1. Modellierung und Wirklichkeit	312
2. Positive und normative Theorie	316
3. Wirkung und Rezeption von Rechtsregeln	319
4. Entscheidungsprozesse in Gruppen	320
II. Grenzen der experimentellen Rechtsökonomie	321
III. Grenzen der verhaltenswissenschaftlichen Rechtsökonomie	322
1. Empirie ohne Theorie	322
2. Dekonstruktion von Präferenzen	327
IV. Möglichkeiten und Grenzen interdisziplinärer Forschung	328
B. Konsequenzen für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts	331
I. Regulierungsinstrumente	331
II. Rechtsetzungslehre als Steuerungswissenschaft	332

1. Einführung	332
2. Verhältnismäßigkeit	334
3. Typisierung	340
III. Rechtsetzungslehre und Komplexität	343
C. Ausblick	346
Literaturverzeichnis	349
Materialienverzeichnis	411
Register	417

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Zeitlicher Verlauf eines Darlehens	74
Abbildung 2: Exponentielle und hyperbolische Diskontfunktion	78
Abbildung 3: Nutzenfunktion nach der „prospect theory“	231
Abbildung 4: Graphische Veranschaulichung des „endowment“-Effekts .	232

Teil 1

Einführung

Stat pro ratione voluntas. In diesem programmatischen Satz¹ spiegelt sich die überragende Bedeutung der Privatautonomie in einer Privatrechtsgesellschaft wider. Soweit eine Vertragsbeziehung vom Grundsatz der Privatautonomie gedeckt ist,² wird ihr unabhängig vom Inhalt allein aus dem Grund rechtliche Geltungskraft zuerkannt, dass der Einzelne die Vertragsbeziehung wollte.³ Aus dem Grundsatz der Selbstbestimmung als einem dem Recht vorgegebenen Wert⁴ wird das „Prinzip der Selbstgestaltung der Rechtsverhältnisse durch den einzelnen nach eigenem Willen“⁵ entwickelt, welches das Privatrecht geradezu konstituiert.⁶

Trotz der grundlegenden Bedeutung der Privatautonomie haben Gesetzgebung und Rechtsprechung im Verlauf des 20. Jahrhunderts die Privatautonomie von Vertragsparteien zunehmend eingeengt. Zwingendes Vertragsrecht gewinnt an Bedeutung. Dies lässt sich unter anderem im Miet- und Arbeitsrecht,

¹ Verwendet unter anderem von *Flume* in: Caemmerer/Friesenhahn/Lange (Hrsg.), S. 135, 141; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 6. Für eine Diskussion s. *Habersack*, S. 45 ff.

² Zum Korrelat zwischen Privatautonomie und Rechtsordnung s. *Flume* in: Caemmerer/Friesenhahn/Lange (Hrsg.), S. 135; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 1 ff.; *Lorenz*, S. 15 ff.; *Singer* in: Staudinger, vor §§ 116 ff., Rdnr. 9 ff. Zum Verhältnis der Begriffe „Privatautonomie“ und „Vertragsfreiheit“ s. *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 12.

³ *Flume* in: Caemmerer/Friesenhahn/Lange (Hrsg.), S. 135, 141; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 6; *Singer* in: Staudinger, vor §§ 116 ff. Rdnr. 10 f.; *Canaris* in: Badura/Scholz (Hrsg.), S. 873, 881; *Kramer* in: Münchener Kommentar BGB, vor § 145 Rdnr. 2 f. Zur darauf aufbauenden Lehre von der dem Vertrag inhärenten Richtigkeitsgewähr s. *Schmidt-Rimpler*, AcP 147 (1947), 130; *Habersack*, S. 42 ff., 47 ff.; *Bydlinski*, S. 62 ff. Zum ergänzenden Aspekt der Verkehrssicherheit s. *Bydlinski*, S. 66 ff., 131 ff. Zur Lage im U.S.-amerikanischen Vertragsrecht s. Restatement (Second) of Contracts § 79 comment c, § 208 comment d (2008).

⁴ *Mestmäcker* in: Mestmäcker (Hrsg.), S. 397; *Lorenz*, S. 15; *Flume* in: Caemmerer/Friesenhahn/Lange (Hrsg.), S. 135, 136; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 1, 4 f.; *Wolf*, S. 19 f.; *Bydlinski*, S. 126 ff.

⁵ *Flume* in: Caemmerer/Friesenhahn/Lange (Hrsg.), S. 135, 136; s.a. *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 1.

⁶ *Lorenz/Wolf*, § 1 Rdnr. 2; *Habersack*, S. 41 f.; *Lorenz*, S. 1; *Bruns*, JZ 2007, 385 f.; *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 277. Zur verfassungsrechtlichen Gewährleistung s. nur *Bruns*, JZ 2007, 385, 387 f. m.w.N.; *Knobel*, S. 105 ff.; s.a. *Westermann*, AcP 208 (2008), 141, 147 ff. Aus rechtsökonomischer Sicht *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 7: „The essence of a free-market economy is the ability of private parties to enter into voluntary agreements that govern the economic exchange between them“; grundlegend *Coase*, J. L. & Econ. 3 (1960), 1.

im Recht der allgemeinen Geschäftsbedingungen, im Verbraucherschutzrecht sowie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht zeigen, und zwar nicht nur auf nationaler, sondern auch auf europäischer Ebene.⁷ Dies wurde schon oft dargelegt.⁸

Diese Entwicklung wird regelmäßig kritisch betrachtet. Manche zwingende Vorschrift des Vertragsrechts wird als aufgedrängte Schutzvorschrift und übermäßige Einschränkung der Privatautonomie interpretiert, für deren Existenz keine wirkliche Notwendigkeit und Berechtigung besteht. Das Wort von der „Lähmung des Privatrechts“ macht die Runde.⁹ Es wird gefragt, wie viel von der einstigen Privatautonomie noch übrig bleibt.¹⁰

A. Erkenntnisinteresse und methodische Orientierung der Untersuchung

Beobachtet man diese Entwicklung, stellt sich die Frage, ob Gesetzgebung und Rechtsprechung mit der zunehmenden Schaffung zwingenden Vertragsrechts irgendwann an tatsächliche Grenzen stoßen. Existieren Grenzen, jenseits derer die Ziele, die Gesetzgebung und Rechtsprechung mit der Schaffung zwingenden Vertragsrechts verfolgen, nicht erreicht werden können? Welches sind Voraussetzungen und Bedingungen, unter denen zwingendes Vertragsrecht ein geeignetes Regulierungsinstrument zur Bewältigung vertraglicher Konflikte ist? Wie mächtig ist zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument?

⁷ Zu der Verlagerung von der nationalen auf die europäische Rechtsordnung s. *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1134; Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.).

⁸ *Medicus* in: Münchener Juristische Gesellschaft (Hrsg.), S. 9, 10 ff.; *Zöllner*, AcP 196 (1996), 1; *Zweigert/Kötz*, S. 315; *Kötz* in: Immenga/Möschel/Reuter (Hrsg.), S. 1037; *Wolf*, S. 1 ff.; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1134; *Lorenz*, S. 22 ff.; *Canaris*, AcP 200 (2000), 273; *Höfling*, S. 41: „Die Geschichte der Vertragsfreiheit ist die Geschichte ihrer Einschränkung“; *Leisner*, S. 323 f.; *Bruns*, JZ 2007, 385; *Isensee* in: Hübner/Ebke (Hrsg.), S. 485, 504 f.; exemplarisch zu den Auswirkungen der europäischen Finanzmarkttrichtlinie *Assmann*, ÖBA 2007, 40, 54 f.; zurückhaltend *Flume* in: Caemmerer/Friesenhahn/Lange (Hrsg.), S. 135, 145 f.; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 15 ff.; *Flume*, Juristische Person, S. 16.

⁹ *Bruns*, JZ 2007, 385, 394.

¹⁰ In diese Richtung *Leipold*, § 6 Rdnr. 14: „Insgesamt ist ... im Zuge der Entwicklung des Bürgerlichen Rechts die Freiheit zur inhaltlichen Gestaltung der Schuldverhältnisse mehr und mehr eingeschränkt worden – der Grundsatz von der Dispositivität des Schuldrechts verkehrt sich praktisch allmählich in sein Gegenteil“; s. weiterhin *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 292; *Isensee* in: Hübner/Ebke (Hrsg.), S. 485, 505: „Das ‚soziale Öl‘, dem Bürgerlichen Gesetzbuch anfangs als Tropfen beigegeben, ist seither kanisterweise hinzu gegossen worden“; *Bungeroth* in: Horn/Lwowski/Nobbe (Hrsg.), S. 279, 280 f.: „Der ‚Tropfen sozialistischen Öles‘, den *Otto von Gierke* im ersten Entwurf des Bürgerlichen Gesetzbuchs vermisst hatte, ist inzwischen so überreichlich nachgeliefert worden, dass man von einer Ölverschmutzung des Privatrechts sprechen kann“, jeweils unter Bezugnahme auf *von Gierke*, S. 13: „... unser Privatrecht muss ein Tropfen sozialistischen Öles durchsickern.“

Die vorliegende Untersuchung will Grenzen aufzeigen, jenseits derer zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument versagt. Dies wird an ausgewählten Beispielen aus dem allgemeinen Zivilrecht, dem Verbraucherschutzrecht sowie dem Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und Bankrecht untersucht.

Die Untersuchung solcher Fragestellungen lag nicht immer im Zentrum des Interesses der deutschen Privatrechtswissenschaft. Herkömmlicherweise hat sich diese regelungstechnischer Analysen enthalten.¹¹ Trotz vielfältiger Vorläufer¹² ist in den letzten Jahren ein neues Interesse an einer funktionalen Rechtsetzungslehre¹³ des Privatrechts entstanden.¹⁴ Dahinter verbirgt sich ein Wandel im Verständnis von Rechtswissenschaft. Eine als Rechtsetzungslehre verstandene Rechtswissenschaft will nicht Gesetzgebung und richterlicher Spruchpraxis beschreiben und prognostizieren. Sie will neue gesetzliche Regelungsmuster und Problemlösungen durchdenken.¹⁵ Rechtswissenschaft wandelt sich von einer Rechtsanwendungswissenschaft zur Rechtsetzungswissenschaft.¹⁶

Recht wird als Instrument zur Ordnung und Steuerung gesellschaftlicher Prozesse begriffen.¹⁷ Verhaltenssteuerung wird zu einer wichtigen Funktion des

¹¹ Dazu *Bachmann*, JZ 2008, 11, 19 f.; *Engel*, JZ 1995, 213, 214. In diesem Zusammenhang auch *Wagner*, AcP 206 (2006), 352, 424, wonach „über die Grundprinzipien des allgemeinen Privatrechts in Deutschland kaum diskutiert wird“; s. weiterhin *van Aaken*, S. 25, 146 ff. Anders die Forschungslage in den USA; exemplarisch *Schwartz/Scott*, 113 Yale L.J. 541 (2004) m.w.N.

¹² Zur Untersuchung gesetzlicher Fiktionen unter einem regelungstechnischen Blickwinkel schon *Esser*, S. 36: „Die solcherart gewonnenen Typen [gesetzlicher Fiktionen] erlauben vielleicht einen wertvollen Einblick in die Werkstatt gesetzgeberischer Technik und mögen darüber hinaus Kenntnis von Beweggründen ... geben, die in ihren Zusammenhängen und ihrer symptomatischen Bedeutung den Gesetzesredaktoren selbst verborgen geblieben sind.“ Hinzuweisen ist auch auf die Untersuchung von *Medicus* in: Münchener Juristische Gesellschaft (Hrsg.), S. 9, 23 f., in der mehrere Dimensionen (Rechtssicherheit, Einzelfallgerechtigkeit, Verteilungswirkungen und unbeabsichtigte Nebenwirkungen) entwickelt werden, die bei der Schaffung zwingenden Vertragsrechts beachtet werden müssen. Zur historischen Dimension der Rechtsetzungslehre s. *Emmenegger; Mertens*. Einen Literaturüberblick über neuere Werke der Rechtsetzungslehre gibt *Emmenegger*, S. 2 f.; s. weiterhin *Schreckenberger/Merten* (Hrsg.); *Schuppert*, ZG, Sonderheft 2003, S. 1; *Schulze-Fielitz*, JZ 2004, 862; *Müller*, Rechtsetzungslehre; *van Aaken*, S. 150 ff. Einen Überblick zum gegenwärtigen Stand einer Gesetzgebungslehre im herkömmlichen Sinne gibt *Schulze-Fielitz*, ZG 2006, 208.

¹³ Der Begriff der Rechtsetzungslehre wird im Folgenden dem Begriff der Gesetzgebungslehre vorgezogen, weil es zwar im Schwerpunkt, aber nicht ausschließlich um Gesetze im formellen Sinne geht; dazu *Müller*, Rechtsetzungslehre, S. 1 Fn. 3.

¹⁴ Exemplarisch *Bachmann*, JZ 2008, 11; *Bachmann*, S. 359 ff.; *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673; *Eidenmüller*, JZ 2007, 487, 490 f.; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 2 ff., 489 f.; *Beier*; *Wagner*, AcP 206 (2006), 352; *Engel*, JZ 1995, 213; *Fleischer* in: *Kley u.a.* (Hrsg.), S. 597 f.; *Riesenhuber/Möslein* in: *Riesenhuber* (Hrsg.), S. 1; *Unberath/Czipuka*, AcP 209 (2009), 37; s. a. *Assmann* in: *Assmann/Kirchner/Schanze* (Hrsg.), S. 17, 22.

¹⁵ *Fleischer*, ZGR 2007, 500, 502.

¹⁶ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53 ff., 60; *Eidenmüller*, JZ 2005, 670, 671; *van Aaken*, S. 18.

¹⁷ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, 54.

Privatrechts.¹⁸ Aufgabe einer so verstandenen Rechtswissenschaft ist es, Wissen über Wirkungszusammenhänge des Rechts in der Wirklichkeit zu generieren sowie die tatsächlichen Folgen gesetzter Rechtsnormen zu erklären und zu prognostizieren.¹⁹ Fragen der Gesetzesfolgenabschätzung gewinnen an Bedeutung.²⁰ Eine solche Rechtswissenschaft richtet sich primär an den Gesetzgeber, sekundär auch an die Rechtsprechung. Sie will untersuchen, ob der Gesetzgeber ein bestimmtes Regulierungsziel mit dem geplanten Regulierungsinstrument entweder gar nicht oder nur unter Inkaufnahme unerwünschter Nebenfolgen erreichen kann.²¹ Die Entwicklung einer so verstandenen Rechtswissenschaft lässt sich in unterschiedlichen Bereichen des Privatrechts beobachten. Am weitesten fortgeschritten ist die Debatte im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.²² Auch im Immaterialgüterrecht finden sich entsprechende Ansätze.²³ Letztlich ist dies eine Entwicklung, die das gesamte Privatrecht erfasst.²⁴

Zwar ist die Forderung nach verstärkter Rechtstatsachenforschung und einer funktionalen Ausrichtung der Rechtswissenschaft wahrlich nicht neu.²⁵ Dennoch erscheint es heute lohnend, Möglichkeiten und Grenzen einer funktionalen Rechtsetzungslehre des Privatrechts auszuloten. Denn die Hinwendung zur Rechtsetzungswissenschaft hat methodische Konsequenzen. Eine Rechtswirkungsanalyse ist heute nur durch eine interdisziplinäre Öffnung gegenüber sozialwissenschaftlichen Methoden denkbar. Öffnet man sich den Nachbarwissenschaften, muss man ihren derzeitigen Kenntnisstand betrachten. Die Nachbarwissenschaften haben in den letzten Jahrzehnten eine stürmische methodische Entwicklung erlebt. Ökonomen erfassen Probleme nicht nur in – mathematisch zunehmend komplexer werdenden – Modellen. Sie untersuchen tatsächliche Lebenssachverhalte mit Hilfe statistischer Methoden

¹⁸ Umfassend *Wagner*, AcP 206 (2006), 352, insb. S. 422 ff. *Wagner* legt den Schwerpunkt seiner Analyse auf das Haftungs- und Schadensersatzrecht. Beide Rechtsgebiete werden im weiteren Verlauf der vorliegenden Untersuchung nicht näher betrachtet.

¹⁹ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, 54.

²⁰ Dazu allgemein und mit besonderem Fokus auf das Aktien- und Kapitalmarktrecht *Fleischer* in: Kley u.a. (Hrsg.), S. 597.

²¹ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, 54, 60.

²² Plädoyers für eine Unternehmensrechtswissenschaft als Wissenschaft zur Analyse von Regulierungsstrategien halten beispielsweise *Fleischer*, ZGR 2007, 500, 502; *Eidenmüller*, JZ 2007, 487, 490 f.; *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50; *Kraakman u.a.*, S. 224; zurückhaltender die Interpretation von *Holger Fleischer* durch *Reimann* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 87 ff.

²³ Dazu im Überblick *Bechtold*, GRUR Int. 2008, 484.

²⁴ Zum Vertragsrecht als einem Gegenstand der Governance-Forschung s. *Riesenhuber/Möslein* in: Riesenhuber (Hrsg.), S. 1. Zu parallelen Entwicklungen im Öffentlichen Recht und den daraus folgenden Konsequenzen s. unten Teil 4, B.II, S. 332.

²⁵ Die Diskussion um 1900 zeichnet *Emmenegger*, S. 161 ff., nach; s. weiterhin *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 70, mit historischen Nachweisen seit 1914; *Fleischer* in: Kley u.a. (Hrsg.), S. 597 f.; *Mestmäcker*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, S. 20.

und überprüfen Hypothesen in Laborexperimenten. Die Psychologie hat sich seit der Mitte des letzten Jahrhunderts zu einer Wissenschaft des Verhaltens und mentaler Prozesse gewandelt, bei der experimentelle und quantitative Analysen die wesentlichen Methoden des Erkenntnisgewinns darstellen.²⁶

Dies wirft die Frage auf, welche Hilfestellungen die Nachbarwissenschaften in ihrer heutigen methodischen Vielfalt der rechtswissenschaftlichen Forschung bieten können. Eine Hinwendung der Rechtswissenschaft zur herkömmlichen Rechtsökonomie („law and economics“) kann nur der Anfang sein. Neben den traditionellen Ansatz der Rechtsökonomie, rechtliche Fragestellungen in ökonomischen Modellen zu fassen, die auf dem ökonomischen rationaltheoretischen Verhaltensmodell beruhen,²⁷ sind vielfältige methodische Alternativen getreten.

Die wichtigste inhaltliche Neuausrichtung der letzten zwei Jahrzehnte im Bereich der Rechtsökonomie entstammt weder der Rechtswissenschaft noch der Ökonomie. Sie kommt aus der Psychologie, die über den Weg von „behavioral economics“ (im Folgenden: verhaltenswissenschaftliche Ökonomie) Eingang in die Rechtsökonomie gefunden hat.²⁸ „Behavioral law and economics“ (im Folgenden: verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts) versucht, Erkenntnisse der Kognitions- und Sozialpsychologie mit Erkenntnissen der herkömmlichen Rechtsökonomie zu vereinen.²⁹

Daneben wenden empirische Untersuchungen statistische Methoden auf große Sammlungen von Rechtstatsachen – Gerichtsurteile, Registerauszüge, Verträge und Ähnliches – an, um Aussagen über die tatsächlichen Auswirkungen einer Rechtsnorm machen zu können („empirical legal studies“, im Folgenden: empirische Rechtsökonomie).³⁰ Auch wird versucht, die tatsächlichen Auswirkungen einer Rechtsnorm auf das Verhalten von Marktteilnehmern im Laborexperiment unter kontrollierten Bedingungen zu identifizieren und daraus Aussagen über die Wirkungen der Rechtsnorm in der Lebenswirklichkeit zu generieren („experimental law and economics“, im Folgenden: experimentelle Rechtsökonomie).³¹

Die Rezeption einer solchen methodischen Vielfalt in den Nachbarwissenschaften kann zu einem geschlossenen methodischen Verständnis von Rechtswissenschaft führen. Rechtswissenschaft ist dann eine transnationale Realwissenschaft, die auf einem rationaltheoretisch und/oder psychologisch fundierten Verhaltensmodell aufbaut,³² die Folgen von Rechtsregeln ermittelt und hin-

²⁶ Zur Geschichte der psychologischen Methode s. *Schönpflug; Myers*, S. 3 ff.

²⁷ Zum rationaltheoretischen Verhaltensmodell s. unten Teil 2, C.II.1, S. 20.

²⁸ Ebenso die Einschätzung von *Epstein*, 92 Minn. L. Rev. 803 (2008).

²⁹ Dazu unten Teil 2, C.II.2, S. 22.

³⁰ Zu einem solchen Beispiel s. unten Teil 3, D.II.2.c)cc(10), S. 245.

³¹ Zu solchen Beispielen s. unten Teil 3, C.II.3.a), S. 110, und Teil 3, D.II.2.c)cc(8), S. 223.

³² Dazu näher unten Teil 2, B.II, S. 16, und Teil 2, C.I, S. 19.

sichtlich einer bestimmten Zielvorgabe bewertet, empirisch fundiert ist,³³ die Wechselwirkungen zwischen dem Recht und anderen Regelungssystemen (wie sozialen Normen) beachtet und sich dadurch der Grenzen rechtlicher Regelungskraft bewusst ist.³⁴ In einer solchen Rechtswissenschaft ist die Rechtsvergleichung ein integraler, wenn auch nicht bestimmender Bestandteil der Analyse. Insgesamt ist dies ein Verständnis von Rechtswissenschaft, das auch in anderen Bereichen der wirtschaftsrechtlichen Forschung verankert ist.³⁵

Die vorliegende Untersuchung will sich nicht in programmatischen Überlegungen erschöpfen. Sie will auch nicht die angewandten Methoden als umfassendes Instrumentarium zur Bewältigung rechtswissenschaftlicher Problemkonstellationen anpreisen. Es ist nicht das Anliegen der Untersuchung, die einzig richtige Methode und das einzig richtige Ziel privatrechtlicher Forschung zu identifizieren. Methoden und Ziele rechtswissenschaftlicher Forschung sind notwendigerweise vielgestaltig.³⁶ Die Untersuchung ist sich der Grenzen der angewandten Methoden bewusst und wird darauf in vielerlei Zusammenhängen eingehen.

Die Untersuchung folgt aber der Grundauffassung, dass der beste Weg, eine Methode auf ihre Belastbarkeit zu prüfen, nicht in einer abstrakten Methodendiskussion liegt. Vielmehr will die Untersuchung durch die Anwendung der vorgestellten Methode auf konkrete Problemstellungen exemplarisch die Möglichkeiten und Grenzen der Methode analysieren.³⁷ Dies mag am Ende dazu führen, dass der Leser von der Methode überzeugt ist oder sie ablehnt. Die vorliegende Untersuchung will sich solcher binärer Methodenstreitigkeiten enthalten. Am Ende wird sie ein differenziertes Bild zeichnen. Damit will die Untersuchung einen exemplarischen Beitrag zu der umstritte-

³³ Allgemein dazu *Eidenmüller*, JZ 1999, 53. In Bezug auf empirische Forschung im Gesellschaftsrecht *Eidenmüller*, JZ 2007, 487, 491 f.; *Fleischer*, ZGR 2007, 500, 504 f.; *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 72; *Leyens*, JZ 2007, 1061, 1072; in Bezug auf das Schuldrecht *Eidenmüller*, JZ 2005, 216.

³⁴ Dadurch geht eine eng verstandene Gesetzgebungslehre in eine allgemeinere Regulierungslehre auf, s. *Emmenegger*, S. 302 f.

³⁵ Dazu im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht exemplarisch *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 65, mit Verweis auf *Kraakman u.a.*, als Beispiel eines solchen Forschungsansatzes; ebenso *Eidenmüller*, JZ 2007, 487, 490; *Fleischer*, ZGR 2007, 500. Dazu im Immaterialgüterrecht *Bechtold*, GRUR Int. 2008, 484.

³⁶ Dazu auch unten Teil 4, A.IV, S. 328; für einen Blick über den Atlantik s. *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 51.

³⁷ Ebenso *Fleischer* in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575, 579: „Wie häufig bei der Beurteilung neuer Forschungsprogramme ist es ... wenig hilfreich, die Diskussion sogleich mit abstrakten Erörterungen über den Stellenwert verhaltenswissenschaftlicher Denkmuster zu überfrachten. Fruchtbarer erscheint es, den vorgestellten Denkansatz zunächst einmal – gleichsam ‚probehälter‘ – als plausibel anzusehen und sich einen Eindruck davon zu verschaffen, was sich mit seiner Hilfe bei der Lösung konkreter Rechtsprobleme ausrichten lässt“; *Korobkin/Ulen*, 88 Cal. L. Rev. 1051, 1057 f. (2000).

nen Frage leisten, welche Ausrichtung rechtswissenschaftliche Forschung heute haben kann und sollte.³⁸

Zusammenfassend verfolgt die vorliegende Untersuchung zwei Anliegen. Inhaltlich will die Untersuchung einen Beitrag zu einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts leisten und Grenzen abmessen, jenseits derer zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument versagt. Damit liefert die Untersuchung Bausteine zu einer funktionalen Rechtsetzungslehre, welche die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Regulierungsinstrumente im Privatrecht untersucht. Methodisch will die Untersuchung an konkreten Beispielen ausloten, in welchem Umfang eine Rechtswissenschaft methodisch belastbar und tragfähig ist, die sich der Ökonomie und der Psychologie in ihrer ganzen Breite und Tiefe öffnet und theoretische Modelle sowie empirische und experimentelle Untersuchungen einbezieht. Damit handelt die vorliegende Untersuchung nicht nur von den Grenzen zwingenden Vertragsrechts, sondern auch von den Grenzen sozialwissenschaftlicher Methoden.

B. Gang der Untersuchung

Nach der Einführung im ersten Teil widmet sich die Untersuchung im zweiten Teil den methodischen Grundlagen einer Theorie des Vertragsrechts auf der Grundlage einer interdisziplinär orientierten Rechtswissenschaft. Dabei wird neben der rechtlichen und ökonomischen Legitimation für zwingendes Vertragsrecht auf die Notwendigkeit und inhaltliche Ausgestaltung eines Verhaltensmodells eingegangen, das einer funktionalen Rechtsetzungslehre des Privatrechts zugrunde liegt. Darauf aufbauend werden grundlegende Konzepte der ökonomischen Wohlfahrts- und der Vertragstheorie sowie der heutige Methodenkanon der Rechtsökonomie dargestellt.

Im dritten Teil wird anhand von Beispielen untersucht, unter welchen Voraussetzungen zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument an Grenzen stoßen kann. Es zeigt sich, dass zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument erstens versagt, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel tatsächlich nicht eintritt, weil das Regulierungsinstrument zur Erreichung des Ziels ungeeignet ist. Als Beispiel wird das Problem der Informationsüberlastung im Verbraucherschutzrecht untersucht. Zweitens kann zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument an Grenzen stoßen, weil es zu unbeabsichtigten Nebenfolgen führt. Als Beispiel wird die tatsächliche Wirkung zwingender Widerrufsrechte im Verbraucherschutzrecht untersucht.

³⁸ Umfassend und facettenreich dazu die Beiträge in Engel/Schön (Hrsg.); s. weiterhin Jestaedt/Lepsius (Hrsg.). Zum Unterschied zwischen „eingebetteter“ und „nichteingebetteter“ Rechtswissenschaft s. *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 52 f.

Drittens kann die Schaffung zwingenden Vertragsrechts unnötig sein, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel durch andere Regulierungsinstrumente mit vergleichbarer Wirksamkeit erzielt werden kann. Als Beispiel wird die aufkeimende Debatte um optionales Vertragsrecht anhand der europäischen Übernahmerichtlinie untersucht. Viertens kann zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument an Grenzen stoßen, wenn angesichts sehr heterogener Regelungsadressaten ein Regulierungsinstrument mit großem Detailgrad notwendig ist. Als Beispiel werden Informationspflichten im Kapitalmarkt- und Bankrecht sowie Nichtigkeitsvorschriften im Bürgerlichen Recht untersucht. Damit analysiert der dritte Teil der vorliegenden Untersuchung die Tragweite der genannten vier Grenzen zwingenden Vertragsrechts anhand konkreter Beispiele aus dem allgemeinen Zivilrecht, dem Verbraucherschutzrecht sowie dem Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und Bankrecht.³⁹ Die Untersuchung versteht das Vertragsrecht in einem weiten wirtschaftsrechtlichen Sinne, in dem auch gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Fragestellungen vertragsrechtlicher Natur sind.⁴⁰

Im vierten Teil der Untersuchung wird zunächst analysiert, welche allgemeinen Konsequenzen aus den bisherigen Erkenntnissen für eine interdisziplinär fundierte Rechtswissenschaft gezogen werden müssen. Es werden Grenzen der unterschiedlichen rechtsökonomischen Methoden untersucht. Dies mündet in allgemeine Überlegungen zu Möglichkeiten und Grenzen interdisziplinärer Forschung. Danach stellt die Untersuchung Konsequenzen dar, die sich daraus für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts ergeben und die über das Problem zwingenden Vertragsrechts hinausreichen. Es zeigt sich, dass eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts in einer rechtsgebietsübergreifenden Steuerungswissenschaft aufgeht, die vom Privatrecht bis ins Öffentliche Recht reicht. Ein Ausblick beschließt die Untersuchung.

C. Beschränkung der Untersuchung

Schließlich sei noch angeführt, mit was sich die folgende Untersuchung nicht beschäftigt. Erstens will die vorliegende Untersuchung nicht die Funktion und Bedeutung zwingenden Vertragsrechts im Allgemeinen nachzeichnen. Dazu existieren schon umfangreiche Abhandlungen.⁴¹ Zweitens will die

³⁹ Die häufige Verwendung von Beispielen aus dem Verbraucher- und Anlegerschutzrecht hat mit der hohen Bedeutung zwingenden Vertragsrechts in diesen Rechtsgebieten zu tun. Zur zunehmenden Konvergenz der beiden Rechtsgebiete s. *Fleischer*, BKR 2006, 389, 391; *Moloney*, EBOR 2005, 341; *Vogel*.

⁴⁰ Zum Gesellschaftsrecht als Vertragsrecht s. unten Teil 3, D.II.2.b)bb)(1), S. 155.

⁴¹ Mit Bezug zu den europäischen Grundfreiheiten beispielsweise *Remien*.

Untersuchung keine vollständige Rechtsetzungslehre des Privatrechts entwickeln. Dafür wären einerseits vielfältige Analysen außerhalb des Anwendungsbereichs zwingenden Vertragsrechts notwendig. Andererseits ist die Analyse von Beispielen im dritten Teil der vorliegenden Untersuchung nicht abschließend. Es ließen sich noch viele weitere Fälle identifizieren, in denen der Gesetzgeber mit zwingendem Vertragsrecht als Regulierungsinstrument an Grenzen stößt.

Eine umfassende Taxonomie aller Grenzen zwingenden Vertragsrechts ist nicht das Ziel der vorliegenden Untersuchung. Manche solche Grenzen wurden schon umfassend analysiert und müssen im vorliegenden Zusammenhang nicht erneut ausgebreitet werden. Dazu zählen beispielsweise die umstrittenen Auswirkungen eines zwingenden gesetzlichen Mindestlohnes auf Beschäftigung und Einkommensverteilung⁴² oder die Frage, ob Unternehmen die Kosten zwingender Verbraucherschutzregelungen auf Verbraucher überwälzen können.⁴³ Die vorliegende Untersuchung beschränkt sich bewusst auf wenige Beispiele aus unterschiedlichen Rechtsgebieten des Privatrechts, die noch selten analysiert wurden und dennoch wichtige Kernelemente einer interdisziplinär fundierten Rechtsetzungslehre zwingenden Vertragsrechts veranschaulichen. Die so gewonnenen Erkenntnisse des dritten Teils der Untersuchung lassen sich auf eine Vielzahl weiterer Beispiele übertragen, die im vorliegenden Zusammenhang nicht näher analysiert werden.⁴⁴

Wie schon angedeutet,⁴⁵ will die Untersuchung auch keine umfassende Methodenlehre einer funktional verstandenen Rechtswissenschaft entwickeln. Vieles kann zu Recht gegen die Rechtsökonomie eingewandt werden. Die Fokussierung der normativen Wohlfahrtstheorie auf Fragen der Allokationseffizienz kann dazu führen, dass Fragen der Gerechtigkeit nicht hinreichend berücksichtigt werden.⁴⁶ Die Ausblendung von Verteilungsfragen durch die

⁴² Zu dem Meinungsstreit aus ökonomischer Sicht umfassend *Brown* in: Ashenfelter/Card (Hrsg.), S. 2101; s. a. *Frey/Kirchgässner*, S. 264 ff.; *Franz*, S. 245 f. Zur gegenwärtigen Debatte um die Einführung eines gesetzlichen Mindestlohns in Deutschland s. *Bayreuther*, NJW 2007, 2022; *Jacobs* in: Kohl u.a. (Hrsg.), S. 289.

⁴³ Dazu unten Teil 2, bei Fn. 225.

⁴⁴ So analysiert Teil 3, D.II, S. 121, das Problem optionalen Vertragsrechts am Beispiel der Regulierung eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen im Übernahmerecht. Die dabei gewonnenen Erkenntnisse lassen sich auch auf andere Beispiele optionalen Vertragsrechts übertragen. Im Gesellschaftsrecht ließe sich daraus eine übergreifende Studie zu Optionsmodellen erstellen, was *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 696, als „rechtswissenschaftliches Desiderat“ bezeichnet. Die Entwicklung einer solchen allgemeinen Theorie optionalen Vertragsrechts ist nicht das Ziel der vorliegenden Untersuchung.

⁴⁵ S. oben bei Fn. 36.

⁴⁶ *Mathis*; *Behrens*, S. 101 ff.; *van Aaken*, S. 210; *Schäfer/Ott*, S. 6 f.; *Ruffner*, S. 10 ff. Zur Frage, ob sich Probleme der Gerechtigkeit in Probleme der Allokationseffizienz und des Verteilungsoptimums übersetzen lassen, s. *Behrens*, S. 82 f.

Wohlfahrtstheorie⁴⁷ ist zumindest praktisch nicht durchzuhalten.⁴⁸ Das *Pareto*-Kriterium, welches die normative Wohlfahrtstheorie zur Aggregation individueller Präferenzen verwendet, ist angreifbar.⁴⁹ Wohlfahrtstheoretische Analysen basieren oftmals auf statischen Modellen, in denen Innovation nicht berücksichtigt wird.⁵⁰ Auch das Verhältnis zwischen der neoklassischen Modellwelt und dem Ordoliberalismus,⁵¹ zwischen Effizienz- und Freiheitskonzepten⁵² sowie zwischen der neoklassischen Modellwelt und dem Wettbewerb als Entdeckungsverfahren im Sinne *Friedrich von Hayeks* ist voller Spannungen.⁵³ Weiterhin stellt sich die Frage, welche rechtspolitischen Aussagen aus einer Partialanalyse gezogen werden könne, die wichtige Gesichtspunkte ausblendet.⁵⁴ Schließlich sind die methodischen Grundlagen neuerer Zweige der rechtsökonomischen Forschung, insbesondere der verhaltenswissenschaftlichen und der experimentellen Rechtsökonomie, vielfältigen Einwänden ausgesetzt.⁵⁵

Solche Einwände sind berechtigt, und manche von ihnen werden in der vorliegenden Untersuchung an den entsprechenden Stellen auch diskutiert. Allgemeine Diskussionen der rechtsökonomischen Methode wurden gerade in Deutschland schon vielfach geleistet.⁵⁶ Dies soll hier nicht wiederholt werden.

⁴⁷ Im Ausgangspunkt beschränkt sich die Wohlfahrtsökonomie auf Allokationsfragen. Fragen der Umverteilung sollen über das Steuer- und Transfersystem vorgenommen werden. Das restliche Rechtssystem ist von Verteilungsgesichtspunkten frei zu halten; dazu *Kaplow/Shavell*, 23 J. Legal Stud. 667 (1994); *van Aaken*, S. 210 f.; *Ruffner*, S. 46 ff., jeweils m.w.N. Zum zugrunde liegenden Zweiten Hauptsatz der Wohlfahrtstheorie s. unten Teil 2, Fn. 112. Zu normativen Frage des Verhältnisses zwischen Allokationseffizienz und Ressourcenverteilung in der Wohlfahrtstheorie s. *Hellwig* in: Engel/Möschel (Hrsg.), S. 231, 233 ff.; *Hammond*, Oxford Econ. Papers 42 (1990), 6, 8 f.

⁴⁸ *van Aaken*, S. 211; *Behrens*, S. 91 ff.; *Mestmäcker*, A Legal Theory without Law, S. 48 f.; *Schäfer/Ott*, S. 7.

⁴⁹ *Mathis*, S. 48 ff.; *van Aaken*, S. 213 ff.

⁵⁰ *van Aaken*, S. 234 f.; *Knieps*, S. 8; *Mathis*, S. 40.

⁵¹ *Möschel*, J. Inst. & Theor. Econ. 157 (2001), 3, 6 f.; *Hellwig* in: Engel/Möschel (Hrsg.), S. 231; *Drexler*, S. 162 ff.

⁵² *Mestmäcker*, A Legal Theory without Law, S. 47 f. Allgemein zu einer Kritik instrumentalistischer Rechtswissenschaft *Tamanaha*.

⁵³ *Mestmäcker*, A Legal Theory without Law, mit Besprechung von *Ackermann*, JZ 2008, 139.

⁵⁴ *van Aaken*, S. 211. Dazu auch unten Teil 4, bei Fn. 9 ff.

⁵⁵ Zur Diskussion der experimentellen Rechtsökonomie s. *Hoffman/Spitzer*, 85 Colum. L. Rev. 991 (1985); *Croson*, 2002 U. Ill. L. Rev. 921; *Camerer/Talley* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 1619; *Wagner-von Papp*, S. 116 ff., 129 ff.; *Posner*, 50 Stan. L. Rev. 1551, 1570 (1998); *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 661 ff. (1998). Dazu auch unten Teil 3, bei Fn. 393 ff. sowie Teil 4, A.II., S. 321, und Teil 4, A.III, S. 322.

⁵⁶ S. nur *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip; *van Aaken*; *Assmann* in: Assmann/Kirchner/Schanze (Hrsg.), S. 17; *Mathis*; *Behrens*; *Schäfer/Ott*; *Grundmann*, RabelsZ 61 (1997), 423; *Fezer*, JZ 1986, 817; *Schäfer/Ott*, JZ 1988, 213; *Fezer*, JZ 1988, 223. Zu den Unterschieden zwischen dem deutschen und dem U.S.-amerikanischen rechtswissenschaftlichen Diskurs s. *Grechenig/Gelter*, RabelsZ 72 (2008), 513.

Daher enthält sich die Untersuchung einer generellen Analyse der rechtsphilosophischen und -theoretischen Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts. Vielmehr wagt sich die Untersuchung bewusst anhand eng abgegrenzter Beispiele in einer Breite und Tiefe in die Nachbarwissenschaften hinein, die im deutschen rechtswissenschaftlichen Diskurs vielleicht unüblich sind. Dies beruht auf der Überzeugung, dass die Möglichkeiten und Grenzen einer interdisziplinär ausgerichteten Rechtswissenschaft am besten durch eine proaktive Einbeziehung der Nachbarwissenschaften ausgelotet werden können.⁵⁷

⁵⁷ Dazu auch oben bei Fn. 37.

Teil 2

Methodische Grundlagen

A. Einführung

In diesem Teil der Untersuchung werden die methodischen Grundlagen entwickelt, auf denen die nachfolgenden Teile aufbauen. Zunächst wird aus *rechtlicher* Sicht auf die Unterscheidung zwischen zwingendem und dispositivem Vertragsrecht eingegangen (unten Teil 2, B.I, S. 13). Daraufhin wird gezeigt, dass jede Rechtssetzungslehre auf einem deskriptiven Modell menschlichen Verhaltens aufbauen muss und dass auch dem Privatrecht die Existenz eines normativen Ordnungsmodells menschlichen Verhaltens nicht fremd ist (unten Teil 2, B.II, S. 16). Anschließend werden die *rechtsökonomischen* Bausteine dargestellt, auf denen die nachfolgende Untersuchung basiert (unten Teil 2, C, S. 19).

B. Rechtliche Grundlagen

I. Zwingendes und dispositives Vertragsrecht

Die Dogmatik des Vertragsrechts ist von der Dichotomie zwischen zwingendem und dispositivem Vertragsrecht geprägt.¹ Dispositive Regelungen des Vertragsrechts – also gesetzliche Regelungen, die abweichende Vereinbarungen durch die Vertragsparteien zulassen² – entspringen dem Grundsatz der Privatautonomie. Der dispositive Charakter einer Regelung ergibt sich teilweise aus einer ausdrücklichen Anordnung durch den Gesetzgeber.³ Teilweise kann er nur durch eine teleologische Auslegung der Regelung erschlossen werden.⁴

¹ *Bachmann*, JZ 2008, 11; exemplarisch *Hey*, S. 119 ff. Zur Fragewürdigkeit dieser Dichotomie s. unten Teil 3, D.II, S. 121.

² *Larenz/Wolf*, § 3 Rdnr. 95; *Leipold*, § 3 Rdnr. 18; *Brox/Walker*, Rdnr. 36; *Bork*, Rdnr. 96; *Köhler*, § 3 Rdnr. 23.

³ Beispielsweise durch die Anordnung, dass etwas anderes bestimmt werden kann (etwa in §§ 145, 269, 271 Abs. 1, 276 Abs. 1, 426 Abs. 1, 430, 1021, 1022 BGB), oder durch die Schaffung von Zweifelsregeln (beispielsweise §§ 270, 271 Abs. 2, 315 Abs. 1, 317 Abs. 1, 329 ff., 449 Abs. 1 BGB).

⁴ Grundsätzlich kann von dispositivem Recht ausgegangen werden, soweit die Vorschrift, von der abgewichen werden soll, nur die Interessen der Vertragsparteien betrifft, s. *Larenz/Wolf*, § 3 Rdnr. 96.

Dispositive Regelungen haben im Vertragsrecht regelmäßig drei Funktionen. Erstens dienen sie der Lückenfüllung. Dispositives Vertragsrecht kommt bei Vorliegen einer Vertragslücke ergänzend zur Anwendung, wenn und solange die Parteien keine abweichende Vereinbarung getroffen haben.⁵ Dispositives Vertragsrecht hat zweitens eine Entlastungsfunktion. Vertragsparteien können die nähere Regelung eines potentiellen Konfliktpunkts unterlassen, weil dies zu umständlich und zeitraubend wäre und weil die Parteien darauf vertrauen können, dass das Gesetz eine angemessene Regelung bereit hält.⁶ Schließlich kommt dispositivem Vertragsrecht eine Leitbildfunktion zu: Es beeinflusst über die Vorschrift des § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB die Kontrolle allgemeiner Geschäftsbedingungen. Auch kann dispositives Vertragsrecht Parteien Anhaltspunkte bei der Ausgestaltung vertraglicher Vereinbarungen liefern.⁷

Im Gegensatz zu dispositivem Vertragsrecht sind zwingende Vorschriften des Vertragsrechts der Parteidisposition entzogen.⁸ Der zwingende Charakter einer Vorschrift kann sich aus dem Wortlaut⁹ oder einer Auslegung der Vorschrift¹⁰ ergeben.¹¹ Die Schaffung zwingenden Vertragsrechts wird mit einer Vielzahl von Aspekten begründet. Zwingendes Vertragsrecht dient dem Schutz von Interessen Dritter, die am Vertragsschluss nicht beteiligt sind.¹² Es dient

⁵ *Larenz/Wolf*, § 3 Rdnr. 100; *Pawlowski*, Rdnr. 69.

⁶ *Larenz/Wolf*, § 3 Rdnr. 101; *Bork*, Rdnr. 96; *Köhler*, § 3 Rdnr. 24; *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 692; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 181; *Riesenhuber/Möslein* in: *Riesenhuber* (Hrsg.), S. 1, 24.

⁷ *Larenz/Wolf*, § 3 Rdnr. 100; *Hübner*, Rdnr. 88; *Köhler*, § 3 Rdnr. 25; BGHZ 41, 151, 154; BGHZ 89, 206, 211. Dahinter steht das Konzept ermöglichender Rechtsnormen („enabling rules“). Grundbausteine des Zivilrechts wie der Vertrag, die Stellvertretung, die Abtretung, die Gesellschaftsformen und Ähnliches ermöglichen es Marktteilnehmern, ihre Beziehungen auf eine verbindliche Art und Weise zu regeln. Darin liegt eine wesentliche Leistung des Privatrechts; *Bachmann*, JZ 2008, 11, 14 f.; *Bachmann*, S. 379 f.; *Riesenhuber/Möslein* in: *Riesenhuber* (Hrsg.), S. 1, 22 f.; grundlegend *Bülow*, AcP 64 (1881), 1, 71 ff. *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 677 f., spricht von der „Infrastrukturverantwortung“ des Gesetzgebers; s. a. *Bachmann* in: Witt u. a. (Hrsg.), S. 9, S. 20 ff. Zum Konzept der „Anregungsnormen“ s. *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 697; *Beier*, S. 81 ff. Zu Parallelen im Verwaltungsrecht s. *Schuppert* in: *Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Schuppert* (Hrsg.), S. 65, 96 ff.; *Franzius*, DV 2006, 335, 353 ff.

⁸ *Brox/Walker*, Rdnr. 35; *Bork*, Rdnr. 95; *Köhler*, § 3 Rdnr. 23; *Windscheid*, S. 125. Zum Konzept halbzwingender Normen, die nur zu Lasten einer Partei abbedungen werden können, s. *Larenz/Wolf*, § 3 Rdnr. 104 ff.; *Bork*, Rdnr. 97; *Beier*, S. 51 ff.; *Dauner-Lieb*, S. 75 f.; *Martinek* in: *Grundmann* (Hrsg.), S. 511, 530 ff.

⁹ Beispielsweise §§ 134, 138, 307 ff. BGB oder – mittelbar ausgedrückt – §§ 137 Abs. 1, 202, 276 Abs. 3, 399, 400, 611a Abs. 1, 612a, 619 BGB.

¹⁰ So zur Unabdingbarkeit des § 123 Abs. 1 BGB BGH NJW 2007, 1058 f.

¹¹ *Brox/Walker*, Rdnr. 35; *Bork*, Rdnr. 95; *Köhler*, § 3 Rdnr. 23; *Kähler* in: Witt u. a. (Hrsg.), S. 181, 186 ff.

¹² *Larenz/Wolf*, § 3 Rdnr. 97; *Habersack*. Für eine Betrachtung der damit verwandten Frage, welche Rolle Drittinteressen bei der Bewertung privatrechtlicher Rechtsverhältnisse haben, s. *Westermann*, AcP 208 (2008), 141.

auch dem Schutz des schwächeren Vertragspartners,¹³ dem Vertrauensschutz, dem Übereilungsschutz, der Beweissicherung, der Vermeidung grober Ungerechtigkeiten, der Ordnung und Sicherheit des Rechtsverkehrs, der öffentlichen Ordnung und dem Institutionenschutz.¹⁴ Eine umfassende, abschließende und allgemein anerkannte dogmatische Begründung, welche Regelungen des Vertragsrechts nach welchen allgemeinen Kriterien als zwingende Rechtsnormen auszugestalten sind und wie diese Kriterien zu legitimieren sind, existiert nicht.¹⁵

¹³ Paradigmatische Vorschriften finden sich im Recht der Wohnungsmiete (§§ 549 ff. BGB), im Verbraucherschutzrecht (§§ 312 f., 475, 487, 506 BGB), im Arbeitsrecht sowie im Antidiskriminierungsrecht. Allgemein zur Umverteilung durch privatrechtliche Normen s. *Fastrich* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1071; *Hopt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 246, 251.

¹⁴ *Larenz/Wolf*, § 3 Rdnr. 97, 102; *Brox/Walker*, Rdnr. 35; *Bork*, Rdnr. 95; *Zweigert/Kötz*, S. 318 ff.; *Unberath/Czipuka*, AcP 209 (2009), 37, 40. Im Gesellschaftsrecht sind Gläubiger-, Anleger-, Minderheiten- und Arbeitnehmerschutz zu nennen, s. *Hopt* in: Lutter/Wiedemann (Hrsg.), S. 123, 128 ff.; *Wiedemann* in: Lutter/Wiedemann (Hrsg.), S. 5, 7.

¹⁵ *Drexel*, S. 307 f.; *Kähler* in: Witt u.a. (Hrsg.), S. 181, 182, jeweils mit hilfreichen weiterführenden Überlegungen. Die Debatte hat auch eine verfassungsrechtliche Dimension. Aus Grundrechten können objektive Schutzpflichten erwachsen, BVerfGE 39, 1, 41; 46, 160, 164; 49, 89, 142; 53, 30, 57; 56, 54, 73; s. a. *Canaris*, AcP 184 (1984), 201, 225 ff., mit dem Begriff des „Untermaßverbots“ auf S. 228; *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht, S. 71 ff.; *Ruffert*, S. 141 ff.; *Dreier* in: *Dreier* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 101 ff.; *Kirchhof* in: Habersack u.a. (Hrsg.), S. 1211, 1212; *Cornils*, S. 176 ff. Diese Schutzpflichten können Gesetzgeber und Rechtsprechung verpflichten, abgeschlossenen Verträgen die rechtliche Wirksamkeit zu versagen. Wichtigstes Beispiel sind die Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts zur Sittenwidrigkeit von Angehörigenbürgschaften, s. BVerfGE 89, 214; BVerfG NJW 1994, 2749; 1996, 2021; dazu auch *Drexel*, S. 264 ff., 505 ff.; *Leistner*, S. 296 ff.; *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1202; *Stern*, Staatsrecht, Band IV/1, § 104 II 6, S. 904 ff.; *Isensee* in: Hübner/Ebke (Hrsg.), S. 485. Kritisch zum dabei verwendeten Kriterium des „strukturellen Ungleichgewichts“ *Drexel*, S. 273 ff.; *Leistner*, S. 297 ff.; *Zöllner*, AcP 196 (1996), 1; *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1204; *Habersack* in: Münchener Kommentar BGB, § 765 Rdnr. 20 f.; *Hillgruber* in: Umbach/Clemens (Hrsg.), Art. 2 I Rdnr. 115 ff. Zur verwandten Rechtsprechung hinsichtlich des entschädigungslosen Wettbewerbsverbots für Handelsvertreter s. BVerfGE 81, 242. Kritisch zu der Entwicklung *Zöllner*, AcP 196 (1996), 1, 4 ff. Grundrechte sind als „Richtlinien“ (BVerfGE 89, 214, 229; s. a. BVerfGE 7, 198, 206 f.) zu beachten, wobei die dogmatische Konstruktion zwischen mittelbarer Drittwirkung und objektiven Schutzwirkungen von Grundrechten schwankt. Dazu grundlegend BVerfGE 7, 198, 204 ff.; *Dürig* in: Maunz (Hrsg.), S. 157, 167 ff., 176 ff.; s. a. *Drexel*, S. 236 ff.; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 20 ff. Zu diesen alternativen Konzeptionen s. *Canaris*, AcP 184 (1984), 201; *Canaris*, JZ 1987, 993; *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht, S. 33 ff.; *Medicus*, AcP 192 (1992), 35, 43 ff.; *Leisner*; *Höfling*, S. 48 ff.; *von Münch* in: von Münch/Kunig (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 28 ff.; *Graf Vitzthum* in: Merten/Papier (Hrsg.), § 48 Rdnr. 6 ff.; *Papier* in: Merten/Papier (Hrsg.), § 55; *Schwabe*, AÖR 100 (1975), 442; *Schwabe*, AÖR 185 (1985), 1; *Hanau*, S. 23 ff.; *Starck* in: von Mangoldt/Klein/Starck (Hrsg.), Art. 1 Rdnr. 303 ff.; *Dreier* in: *Dreier* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 98 ff.; *Stern*, Staatsrecht, Band III/1, § 76, S. 1509 ff.; *Floren*. Einen Überblick über die vertretenen Positionen geben *Ruffert*, S. 8 ff., 61 ff., 144 ff.; *Hanau*, S. 52 ff.

II. Deskriptives Verhaltensmodell und normatives Ordnungsmodell

Die gesetzgeberische Ausgestaltung eines Privatrechts baut auf einem Ordnungsmodell gesellschaftlicher Wirklichkeit auf, in dem deskriptive und normative Elemente miteinander verzahnt sind.¹⁶ Die deskriptiven Elemente des Ordnungsmodells informieren den Gesetzgeber, welche Auswirkungen eine gesetzgeberische Intervention auf menschliche Verhaltens-, Kommunikations- und Interaktionsformen tatsächlich haben. Die normativen Elemente des Ordnungsmodells leiten den Gesetzgeber an, in welche Richtung er menschliche Verhaltens-, Kommunikations- und Interaktionsformen beeinflussen sollte.

Will eine Rechtsetzungslehre Aussagen über die tatsächlichen Auswirkungen rechtlicher Regelungen treffen, muss sie eine deskriptive Vorstellung davon haben, wie menschliches Verhalten durch rechtliche Regelungen beeinflusst wird. Eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts muss auf einer positiven Beschreibung menschlichen Verhaltens aufbauen, mit der die Folgen rechtlicher Regelungen auf menschliches Verhalten abgeschätzt und bewertet werden können.¹⁷ Dem Privatrecht ist ein solches deskriptives Verhaltensmodell nicht fremd, es setzt dieses vielmehr voraus. Die Einräumung von Vertragsfreiheit in § 311 Abs. 1 BGB ist nur unter der Annahme verständlich, dass Marktteilnehmer fähig und willens sind, ihre privaten Rechtsverhältnisse eigenverantwortlich zu gestalten.¹⁸ Wird ein normatives Verbraucherleitbild im Recht des Verbraucherschutzes oder des unlauteren Wettbewerbs postuliert, ohne dieses Leitbild auf empirischen Erkenntnissen über menschliches Verhalten zu fundieren, besteht die Gefahr, an den tatsächlichen Problemen der Verbraucher vorbei zu regulieren.¹⁹

Auch wenn die Privatrechtswissenschaft ein *deskriptives* Modell menschlichen Verhaltens benötigt, hat sie bis heute kein eigenständiges Modell entwickelt.²⁰ Dies macht es reizvoll, den Blick auf die Nachbarwissenschaften zu richten.²¹ Dagegen hat sich die deutsche Privatrechtswissenschaft in den letzten 50 Jahren ausführlich mit den *normativen* Aspekten des Ordnungsmodells beschäftigt, das dem Privatrecht zugrunde liegt.²² Dies ist vornehmlich das Ver-

¹⁶ Assmann, S. 28 f.; Wolf, S. 8.

¹⁷ Eidenmüller, JZ 1999, 53, 55; Eidenmüller, JZ 2005, 216, 217; Drexel, S. 13; Wagner, AcP 206 (2006), 352, 422 ff.; van Aaken, S. 18 f.; van Aaken in: Führ/Bizer/Feindt (Hrsg.), S. 70 f. Kritik bei Rittner, JZ 2005, 668, mit überzeugender Entgegnung von Eidenmüller, JZ 2005, 670.

¹⁸ Eidenmüller, JZ 2005, 216, 217; Eidenmüller, JZ 1999, 53, 55; s. a. Hillgruber in: Umbach/Clemens (Hrsg.), Art. 2 Abs. 1 Rdnr. 114.

¹⁹ Roth, JZ 2001, 475, 480; Fleischer, ZEuP 2000, 772, 780 f.

²⁰ Eidenmüller, JZ 2005, 216, 217; van Aaken, S. 19; Lepsius in: Führ/Bizer/Feindt (Hrsg.), S. 168.

²¹ Dazu unten Teil 2, C.I, S. 19.

²² Im Überblick Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191 ff.; Rehberg, S. 73 ff. Monographisch Assmann; Knobel. Zur damit verwandten Diskussion um die Wirtschaftsverfassung s. Möschel in: Bork/Hoeren/Pohlmann (Hrsg.), S. 473; Drexel, S. 218 ff.

dienst von *Franz Wieacker*, der in seinem Vortrag vor der Juristischen Studiengesellschaft Karlsruhe im Jahr 1952 das Augenmerk auf die Ordnungsmodelle lenkte, die das Bürgerliche Gesetzbuch seit seiner Entstehung geprägt haben.²³

Dabei lassen sich mehrere Entwicklungsstadien feststellen. Das ursprüngliche Bürgerliche Gesetzbuch vom 1. Januar 1900 war mit seiner Fundierung im Grundsatz der Privatautonomie vom Wirtschaftsliberalismus des Kaiserreichs geprägt.²⁴ In einem solchen „Freiheitsmodell“ wird der Wille der Vertragsparteien in möglichst großem Umfang respektiert. Zwingendes Vertragsrecht ist die Ausnahme, gesetzgeberische Intervention ist im Schwerpunkt auf die Schaffung dispositiven Vertragsrechts beschränkt.²⁵ Der Marktteilnehmer wird als vernunftmäßig bestimmte Person angesehen, die „ihrer Natur und Bestimmung nach darauf angelegt ist, ihr Dasein und ihre Umwelt im Rahmen der ihr jeweils gegebenen Möglichkeiten frei und verantwortlich zu gestalten, sich Ziele zu setzen und selbst Schranken des Handelns aufzuerlegen.“²⁶

Wie schon eingangs angedeutet,²⁷ hat der Gesetzgeber das Freiheitsmodell im Lauf der Jahrzehnte zunehmend modifiziert. Seit der Weimarer Republik gewann zwingendes Vertragsrecht als gesetzgeberisches Instrument zum Schutz schwacher Parteien vor wirtschaftlicher Abhängigkeit, Übervorteilung oder wirtschaftlicher Ausbeutung zunehmend an Bedeutung.²⁸ Soziale Probleme werden durch eine inhaltliche Ausgestaltung des Vertragsrechts adres-

²³ *Wieacker*. Zu früheren Untersuchungen s. *Wielsch*, S. 167 ff.

²⁴ *Wieacker*, S. 16, spricht vom BGB als einem „spätgeborene[n] Kind des klassischen Liberalismus“, s. weiterhin *Wieacker*, S. 4 ff., 10 ff.; *Zweigert/Kötz*, S. 315; *Schön* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 1191 f.; *Reuter* in: *Bydlinski/Mayer-Maly* (Hrsg.), S. 105, 106 ff.; *Fikentscher* in: *Möhring/Ulmer/Wilde* (Hrsg.), S. 41 ff.; *Larenz/Wolf*, § 2 Rdnr. 37 ff.; *Assmann*, S. 27; *Knobel*, S. 20 ff.; *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 292; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 79 f.; *Habersack*, S. 17. Zu Gegenkonzepten aus dieser Zeit s. *von Gierke*; *Bruns*, JZ 2007, 385, 386 f. Zur Bedeutung spezialgesetzlicher Vorschriften wie dem Abzahlungsgesetz von 1894 oder dem Versicherungsvertragsgesetz von 1908 s. *Roth*, JZ 2001, 475, 476.

²⁵ *Schön* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 1191, 1192; *Dauner-Lieb*, S. 51 ff. Zum ideengeschichtlichen Hintergrund s. *Bruns*, JZ 2007, 385, 386; *Rückert* in: *Klippel* (Hrsg.), S. 135.

²⁶ *Larenz/Wolf*, § 2 Rdnr. 2.

²⁷ Dazu oben Teil 1, bei Fn. 7 f.

²⁸ *Wieacker*, S. 20 ff.; *Schön* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 1191, 1192; *Roth*, JZ 2001, 475, 476; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1134; *Drexl*, S. 29 ff.; *Flume*, Juristische Person, S. 16; *Remien*, S. 147 ff.; *Zöllner* in: *Riesenhuber* (Hrsg.), S. 53, 61; *Wolf*, S. 10 ff.; *Larenz/Wolf*, § 2 Rdnr. 41 ff.; *Knobel*, S. 30 ff.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 80 f.; *Bruns*, JZ 2007, 385, 386 f., 389, mit dem Schlagwort „movement from contract to status“ auf S. 386, 394; mit Blick auf das Arbeitsrecht *Reichold*, S. 401 ff. Zur rechtstheoretischen Frage, inwiefern diese Entwicklung mit der Beobachtung zu tun hat, dass das Privatrecht im 20. Jahrhundert zunehmend die soziale Wirklichkeit in die zivilrechtliche Dogmatik mit einbezieht, s. *Mestmäcker* in: *Mestmäcker* (Hrsg.), S. 397; *Raiser* in: *Caemmerer/Friesenhahn/Lange* (Hrsg.), S. 101 ff.; s. a. schon *von Gierke*, S. 10: „Wir besinnen uns wiederum auf die Einheit allen Rechts, wir nehmen in den Zweck des öffentlichen Rechts die Freiheit und in den Zweck des Privatrechts die Gemeinschaft auf.“

siert, die Einschränkungen der Privatautonomie mit sich bringen kann.²⁹ Ein solches „Sozialmodell“³⁰ kann auch paternalistische Interventionen des Gesetzgebers umfassen.³¹ Das Sozialmodell wirkt bis zum heutigen Tag fort. Wichtige Teile des Miet- und Arbeitsrechts, des Verbraucherschutzrechts und des Rechts der allgemeinen Geschäftsbedingungen, aber auch des Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrechts sind von zwingenden Rechtsvorschriften geprägt.

Nachdem die Ausweitung des Sozialmodells zunehmend kritisch hinterfragt wird,³² werden alternative Ordnungsmodelle auf ihre Belastbarkeit untersucht. Seit den 1970er Jahren wurde in unterschiedlichen Bereichen des Privatrechts auf die zunehmende Bedeutung von Informationspflichten hingewiesen.³³ Daraus hat die deutsche Privatrechtswissenschaft in den letzten zehn Jahren ein allgemeines „Informationsmodell“ entwickelt, das in vielen Bereichen des Privatrechts – vom Verbraucher- über das Arbeits-, Gesellschafts-, Kapitalmarkts-, Bilanz- und Versicherungsrecht bis zum Haftungsrecht – verankert ist.³⁴

Ursprünglich aus dem U.S.-amerikanischen Verbraucherschutz-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht stammend,³⁵ besteht die Idee des Informationsmodells darin, dass die unterlegene Position einer Vertragspartei durch eine entsprechende Aufklärung dieser Partei beseitigt werden kann. Wird eine Vertragspartei über Gegenstand und Inhalt des anvisierten Rechtsgeschäfts und dessen wirtschaftliche Konsequenzen hinreichend informiert, soll sie dadurch

²⁹ Grundlegend *Wieacker*, S. 18 ff.; s. a. *Drexl*, S. 29 ff.

³⁰ Die Begrifflichkeiten variieren in der Literatur. Teilweise wird der Begriff „Sozialmodell“ als Oberbegriff für alle Ordnungsmodelle verstanden, die der Gesetzgeber seiner Ausgestaltung des Privatrechts zugrunde legen kann. In diesem Sinne beispielsweise *Assmann*; *Wielsch*, S. 166 ff. Im Folgenden soll mit dem Begriff „Sozialmodell“ dagegen eines von mehreren denkbaren Ordnungsmodellen beschrieben werden, das vom Freiheits- und Informationsmodell abzugrenzen ist. Mitunter wird dieses Modell auch als „sozialrechtliches Modell“ bezeichnet.

³¹ *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1192 f.

³² Dazu oben Teil 1, bei Fn. 9 f.

³³ Grundlegend für den Diskurs im Kapitalgesellschaftsrecht beispielsweise *Hopt*, S. 88 ff., 304 ff.

³⁴ *Grundmann*, JZ 2000, 1133; *Grundmann* in: Schneider u. a. (Hrsg.), S. 61; *Grundmann*, Common Market L. Rev. 39 (2002), 269; *Grundmann*, DStR 2004, 232; *Grundmann*, EBOR 2004, 601, 617 ff.; *Grundmann/Kerber/Weatherill* (Hrsg.); *Merkt*; *Merkt*, ZGR 2007, 532, 537; *Merkt* in: *Grundmann/Kerber/Weatherill* (Hrsg.), S. 231; *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24; *Fleischer* in: *Schulte-Nölke/Schulze* (Hrsg.), S. 171; *Bydlinski*, AcP 204 (2004), 309, 360 ff.; *Rehberg* in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), S. 284; *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 392 ff.; *Schön*, J. Corp. L. Stud. 6 (2006), 259; *Möslein*; *Drexl*, S. 26 ff.; *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1193 ff.; *Dauner-Lieb*, S. 62 ff.; *Kind*, S. 38 ff. Monographisch für das Gesellschaftsrecht *Grohmann*; s. a. *Assmann*, AG 1993, 549; *Hopt*, S. 88 ff., 304 ff. Zu den Grenzen des Informationsmodells s. unten Teil 3, B.II, S. 48.

³⁵ Zur Entwicklung in den USA s. *Paredes*, 81 Wash. U.L.Q. 417, 421 ff. (2003); *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 28 ff.; *Merkt* in: *Grundmann/Kerber/Weatherill* (Hrsg.), S. 231 ff.

in der Lage sein, eine eigenverantwortete Entscheidung zu treffen.³⁶ In einem Informationsmodell sind zwingende inhaltliche Vorschriften zum Schutz dieser Vertragspartei im Sinne des Sozialmodells nicht mehr notwendig.³⁷

Zwar lassen sich bei einer solchen gerafften Darstellung Verallgemeinerungen nicht vermeiden. Die Grenzen zwischen Freiheits-, Sozial- und Informationsmodell waren nie scharf gezogen.³⁸ Dennoch werden das Freiheits-, Sozial- und Informationsmodell im rechtswissenschaftlichen Diskurs regelmäßig als Alternativkonzepte entworfen.³⁹

C. Rechtsökonomische Grundlagen

I. Einführung

Bedarf eine Gesetzgebungslehre des Privatrechts demnach sowohl eines deskriptiven Verhaltensmodells als auch eines normativen Ordnungsmodells, lohnt sich der Versuch, beide Modelle mit Hilfe der Nachbarwissenschaften mit Leben zu erfüllen. Daher werden im Folgenden die rechtsökonomischen Bausteine dargestellt, auf denen die weitere Untersuchung basiert. Wie bereits ausgeführt,⁴⁰ ist es nicht das Ziel der vorliegenden Untersuchung, die Rechtsökonomie einer umfassenden Methodenkritik zu unterziehen. In diesem Teil werden nur jene Aspekte der Rechtsökonomie in geraffter Weise dargestellt, die zum gemeinhin anerkannten Kernbestand der Rechtsökonomie gehören und die für die weitere Untersuchung von zentraler Bedeutung sind.

Zunächst werden die unterschiedlichen Modelle menschlichen Verhaltens dargestellt, auf denen die traditionelle Rechtsökonomie und die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts aufbauen (unten Teil 2, C.II,

³⁶ Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1194; Fleischer, ZEuP 2000, 772, 777. Daneben erfüllt das Informationsmodell noch eine weitere Funktion, die als Funktionsschutz bezeichnet werden mag. Ausreichende Informationen können das Vertrauen von Marktteilnehmern in Märkte erhöhen und damit das Funktionieren der Märkte erleichtern; s. dazu Fleischer in: Schulte-Nölke/Schulze (Hrsg.), S. 171, 173 f.; Fleischer, ZEuP 2000, 772, 778 f.; Fleischer, Anlegerschutz, Gutachten Juristentag, S. F24 ff.; Moloney, EBOR 2005, 341, 370 ff.; Sethe, S. 4 ff.; Merkt, S. 296 ff.; Vogel, S. 137 f.

³⁷ Grundmann, JZ 2000, 1133, 1137; Grundmann in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 61, 63; Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1193 f.; Rehberg in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284; Schirnbacher, S. 150.

³⁸ Exemplarisch sei der Hinweis von Reuter in: Bydliniski/Mayer-Maly (Hrsg.), S. 105, 106 f., erwähnt, wonach in der Entstehungszeit des BGB damalige soziale Fragen nicht ignoriert, sondern dem öffentlichen Recht zugewiesen wurden.

³⁹ Exemplarisch Merkt, ZfBf, Sonderheft 55, 2006, 24, 54: „Das Informationsmodell präsentiert sich heute theoretisch als ein großes Gegenkonzept zum hergebrachten materiell-rechtlichen Regulierungsansatz der Ge- und Verbotsnormen“; s. a. Bruns, JZ 2007, 385, 387. Näher zum Verhältnis dieser Ordnungsmodelle s. unten Teil 3, B.II, S. 48.

⁴⁰ S. oben Teil 1, bei Fn. 36, 45 ff.

S. 20). Darauf folgt ein kurzer Abriss der normativen Wohlfahrtstheorie, der auf dem rationaltheoretischen Verhaltensmodell aufbaut (unten Teil 2, C.III, S. 26). Danach werden die Grundlagen der ökonomischen Vertragstheorie aufgezeigt (unten Teil 2, C.IV, S. 33). Nach einer Diskussion des heutigen Methodenkanons der Rechtsökonomie, der von ökonomischen Modellen über empirische Erhebungen bis zur Laborexperimenten reicht (unten Teil 2, C.V, S. 41), schließt der Teil mit einer Analyse der Legitimation zwingenden Vertragsrechts aus rechtsökonomischer Sicht (unten Teil 2, C.VI, S. 43).

II. Verhaltensmodell

1. Rationaltheoretisches Verhaltensmodell

Im Gegensatz zur Rechtswissenschaft verfügt die Ökonomie über ein streng definiertes Verhaltensmodell.⁴¹ Das rationaltheoretische Verhaltensmodell besteht aus vier Elementen: dem Handlungsraum, den Restriktionen, den Präferenzen der Individuen und dem Entscheidungsprozess, in dem Handlungen gewählt werden.⁴² Das Modell beschreibt, wie Individuen bei gegebenen Restriktionen entsprechend ihren eigenen Präferenzen aus einer Vielzahl möglicher Handlungsalternativen eine Handlungsalternative auswählen.⁴³

Der *Handlungsraum* enthält damit alle möglichen Handlungsalternativen, die ein Individuum auswählen kann. Die *Restriktionen*, die dem Individuum exogen vorgegeben sind, beschränken dessen Handlungsmöglichkeiten. Die wichtigste Restriktion ist die Knappheit von Ressourcen (wie Geld, Zeit, Information, Energie oder Fähigkeiten).⁴⁴ Rechtliche Regelungen sind ein wichtiger Unterfall von Restriktionen. Dabei stellt die ökonomische Analyse des Rechts regelmäßig auf die Sanktionswirkung des Rechts ab. Rechtliche Sanktionen haben eine Abschreckungswirkung, da sie die Kosten sanktionierter Verhaltensweisen erhöhen. Dies bewegt betroffene Individuen zu einer Verhaltensanpassung.⁴⁵ Rechtliche Regelungen werden als Kosten modelliert, welche die Entscheidungen von Individuen beeinflussen. Sie wirken wie Preise.⁴⁶

⁴¹ Zum Verhaltensmodell des Ordoliberalismus s. *Drexler*, S. 132 f.

⁴² *van Aaken*, S. 74 f.; *Kirchgässner*, S. 12. Zum damit zusammenhängenden Begriff der „REMM-Hypothese“ („resourceful, evaluating, maximizing man“) s. *Brunner/Meckling*, J. Mon., Credit & Bank. 9 (1977), 70, 71; *van Aaken*, S. 79; *Schäfer/Ott*, S. 58 ff. Zu verschiedenen Varianten des rationaltheoretischen Verhaltensmodells s. *Korobkin/Ulen*, 88 Cal. L. Rev. 1051, 1060 ff. (2000); s. a. *Camerer* in: *Blundell/Newey/Persson* (Hrsg.), S. 181, 185 ff.

⁴³ Die Stärke des rationaltheoretischen Verhaltensmodells beruht unter anderem auf der strengen Trennung zwischen Präferenzen und Restriktionen; s. dazu *van Aaken*, S. 76 f., 104 ff.; *Mathis*, S. 24 ff.; *Kirchgässner*, S. 12; s. weiterhin *Engel* in: *Engel* (Hrsg.), S. 11, 35.

⁴⁴ *van Aaken*, S. 75 f.; *Schäfer/Ott*, S. 57 f.

⁴⁵ *Cooter*, 27 J. Legal Stud. 585 (1998); *McAdams*, 86 Va. L. Rev. 1649, 1650 (2000); *Funk*, Am. L. & Econ. Rev. 9 (2007), 135, 135 f.

⁴⁶ *Friedman*, 1984 Wis. L. Rev. 13: „The basic idea of ... economic theory ... is that the

Anhand seiner *Präferenzen*⁴⁷ bewertet das Individuum die Handlungsalternativen aus dem Handlungsraum nach ihren Vor- und Nachteilen.⁴⁸ Wie diese Präferenzen gebildet werden und welchen Inhalt sie haben, liegt außerhalb des rationaltheoretischen Verhaltensmodells, ja selbst außerhalb der klassischen ökonomischen Theorie. Sie können beispielsweise auch Wertvorstellungen enthalten und von Sozialisationsprozessen geprägt sein.⁴⁹ Das rationaltheoretische Verhaltensmodell setzt die Präferenzen als gegeben voraus.

Präferenzen haben im rationaltheoretischen Verhaltensmodell mehrere axiomatische Eigenschaften.⁵⁰ Der rationaltheoretische *homo oeconomicus* muss seine Präferenzen vollständig, transitiv, zeitlich konsistent, stetig und unabhängig ordnen können.⁵¹ Nur wenn derartige wohldefinierte, stabile Präferenzen vorliegen, können sie in einer Nutzenfunktion dargestellt werden, die als Grundlage für ökonomische Modellierungen dienen kann.⁵²

Präferenzen sind vollständig, wenn ein Individuum fähig ist, alle Alternativen eines Handlungsraums gemäß einer Rangfolge zu ordnen.⁵³ Präferenzen sind transitiv, wenn ein Individuum, das Handlungsalternative A der Alternative B und Alternative B der Alternative C vorzieht, auch Alternative A der Alternative C vorzieht.⁵⁴ Präferenzen dürfen also nicht zirkulär sein.⁵⁵ Präferenzen sind zeitlich konsistent, wenn die Bewertung einer Alternative unter gleichen Umweltbedingungen sich durch den bloßen Zeitablauf nicht verändert.⁵⁶ Präferenzen sind inhaltlich konsistent und stabil, wenn sie sich nicht durch die unterschiedliche Darstellung von Entscheidungsalternativen verändern.⁵⁷ Sie sind stetig, wenn in der Präferenzordnung keine Sprünge auftauchen.⁵⁸ Sie sind schließlich unabhängig, wenn die Ordnung von Handlungs-

legal system is a giant pricing machine“; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 262; *van Aaken*, S. 79.

⁴⁷ Eine Präferenz drückt die subjektive Bewertung zweier Güterbündel durch einen Konsumenten im Hinblick auf die jeweils erwartete Bedürfnisbefriedigung ab, s. *Gabler Wirtschaftslexikon*, Eintrag zu „Präferenz“.

⁴⁸ *van Aaken*, S. 75; *Kirchgässner*, S. 13.

⁴⁹ *van Aaken*, S. 75; *Kirchgässner*, S. 12 f.; *Mathis*, S. 25.

⁵⁰ *Schäfer/Ott*, S. 59.

⁵¹ *van Aaken*, S. 76; *Mas-Colell/Whinston/Green*, S. 6 ff.; *Korobkin/Ulen*, 88 Cal. L. Rev. 1051, 1064 (2000).

⁵² *van Aaken*, S. 76, 78; *Mas-Colell/Whinston/Green*, S. 8 f. Sind Präferenzen beispielsweise nicht stetig (dazu unten Teil 2, bei Fn. 58), können sie zwar ebenfalls in einer Nutzenfunktion abgebildet werden. Allerdings lässt sich diese Nutzenfunktion an den nicht stetigen Stellen nicht ableiten, was Maximierungsberechnungen ausschließt.

⁵³ *van Aaken*, S. 76; *Schäfer/Ott*, S. 59.

⁵⁴ *Schäfer/Ott*, S. 60; *van Aaken*, S. 77.

⁵⁵ *van Aaken*, S. 77.

⁵⁶ *van Aaken*, S. 76. Näher zu zeitlich inkonsistenten Präferenzen s. unten Teil 3, B.II.4.a) cc), S. 73.

⁵⁷ Dazu unten Teil 3, bei Fn. 135.

⁵⁸ Dazu *van Aaken*, S. 77.

ternativen in einem geschlossenen Handlungsraum nicht davon abhängt, wie viele der Handlungsalternativen betrachtet werden.⁵⁹

Der *Entscheidungsprozess* gibt den Individuen vor, aus dem Handlungsraum unter gegebenen Restriktionen entsprechend der eigenen Präferenzen jene Handlungsalternative auszuwählen, die den eigenen erwarteten Nutzen⁶⁰ maximiert.⁶¹ Da Individuen zu diesem Zweck regelmäßig Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und zukünftigen Nutzen treffen müssen, deren Eintritt und Umfang unsicher sind, muss dem zukünftigen Ereignis eine Wahrscheinlichkeit zugeordnet werden. Zu diesem Zweck wird angenommen, dass Individuen Präferenzen bezüglich des Eintretens zukünftiger Nutzenströme haben, welche in Diskontraten ausgedrückt werden und welche die Individuen entsprechend ihren Wahrscheinlichkeiten gewichten können. Daraus lässt sich ein Erwartungsnutzen berechnen.⁶²

Zusammen betrachtet bietet das rationaltheoretische Verhaltensmodell der Ökonomie ein abgeschlossenes Modell menschlichen Verhaltens, welches erlaubt, unter Heranziehung der Präferenzen von Individuen deren Handeln und damit – auf einer aggregierten Ebene – auch Entwicklungen in einer Gesellschaft beschreiben zu können.⁶³ Dabei zeigt sich, dass das Verhalten von Individuen systematisch durch das Setzen von Anreizen beeinflusst werden kann. Anreize können durch das Recht gesetzt werden. Sie verändern die Restriktionen, die das Individuum bei der Wahl der Handlungsalternativen beachten muss.⁶⁴

2. Verhaltenswissenschaftliches Verhaltensmodell

Das rationaltheoretische Verhaltensmodell hat schon früh Kritik erfahren.⁶⁵ Insbesondere der spätere Nobelpreisträger *Herbert Simon* wandte schon in den 1950er Jahren ein, dass Menschen in komplexen Entscheidungssituationen von dem rationaltheoretischen Verhaltensmodell abweichen. In einer Entscheidungs-

⁵⁹ Schäfer/Ott, S. 60; van Aaken, S. 77.

⁶⁰ Dies muss nicht notwendigerweise ein unmittelbarer finanzieller Nutzen sein, Kirchgässner, S. 14.

⁶¹ van Aaken, S. 73; Mathis, S. 25. Zu den mathematischen Grundlagen einer solchen Maximierung unter Nebenbedingungen, insbesondere dem *Lagrange*-Multiplikator, inklusive einer geometrischen Interpretation, s. *Sydsæter/Hammond*, S. 503, 512. Näher zur Eigennutzmaximierung s. unten Teil 3, C.II.2.b), S. 101.

⁶² van Aaken, S. 78. Der Erwartungsnutzen ist die Summe des Nutzens, die ein Individuum aus allen möglichen Handlungsalternativen ziehen kann, wobei der Nutzen jeder Handlungsalternative mit der Wahrscheinlichkeit ihres Eintritts gewichtet wird; s. *Pindyck/Rubinfeld*, S. 165 f.

⁶³ Zu den verschiedenen Anliegen ökonomischer Verhaltensmodelle (Beschreibung, Erklärung, Prognose) auch *Kirchgässner*, S. 6 f.

⁶⁴ Mathis, S. 25 f.; van Aaken, S. 78 f. Allgemein zur Anreizperspektive im Privatrecht s. *Wagner*, AcP 206 (2006), 352.

⁶⁵ Einen allgemeinen Überblick über die Kritik bieten *van Aaken*, S. 82 ff.; *Conlisk*, J. Econ. Lit. 34 (1996), 669.

situation, die von Unsicherheit geprägt ist, sind Menschen nicht in der Lage, alle für ihre Entscheidungen wichtigen Informationen zu erlangen und zu verarbeiten. Auf *Herbert Simon* ist das Konzept der beschränkten Rationalität („bounded rationality“) zurück zu führen, in dem unvollständige Informationen und beschränkte kognitive Fähigkeiten von Menschen in das Verhaltensmodell integriert werden.⁶⁶

Insbesondere die interdisziplinären Arbeiten der Psychologen *Daniel Kahneman*, *Amos Tversky* und des Ökonomen *Richard Thaler*, die im Jahr 2002 für *Daniel Kahneman* von einem Nobelpreis gekrönt wurden,⁶⁷ verhalfen einem neuen Forschungsgebiet zum Durchbruch, welches die Annahmen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells systematisch empirisch untersucht und die Auswirkungen der Ergebnisse auf die ökonomische Theorie analysiert. Dieses Gebiet der verhaltenswissenschaftlichen Ökonomie („behavioral economics“) wurde mit einer gewissen Verzögerung auch in der Rechtsökonomie rezipiert und führte zum Forschungsgebiet der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts („behavioral law and economics“).⁶⁸ Auch in Deutschland werden die Erkenntnisse dieses Forschungsgebiets inzwischen rezipiert.⁶⁹

Die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts weist auf empirische Untersuchungen hin, die zeigen, dass sich Menschen in der Realität systematisch anders verhalten, als dies im rationaltheoretischen Verhaltensmodell abgebildet ist. Dabei konzentriert sich die Forschungsrichtung auf zwei Gruppen von Verhaltensabweichungen,⁷⁰ die jeweils die Präferenzbildung und den Entscheidungsprozess⁷¹ menschlichen Verhaltens betreffen.

⁶⁶ *Simon*, Quart. J. Econ. 69 (1955), 99; s. a. *Schäfer/Ott*, S. 65; *Richter/Furubotn*, S. 192 f.; *Conlisk*, J. Econ. Lit. 34 (1996), 669.

⁶⁷ Beispielsweise *Kahneman/Tversky*, Cogn. Psych. 3 (1972), 430; *Tversky/Kahneman*, Cogn. Psych. 5 (1973), 207; *Tversky/Kahneman*, Science 185 (1974), 1124; *Kahneman/Tversky*, Econometrica 47 (1979), 263; *Tversky/Kahneman*, Science 211 (1981), 453; *Kahneman/Tversky*, Am. Psych. 39 (1984), 341; *Tversky/Kahneman*, J. Bus. 59 (1986), S251; *Tversky/Thaler*, J. Econ. Persp. 4 (2) (1990), 201; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1325; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Econ. Persp. 5 (1) (1991), 193; *Tversky/Kahneman*, Quart. J. Econ. 106 (1991), 1039; *Tversky/Kahneman*, J. Risk & Uncert. 5 (1992), 297; *Kahneman*, Organ. Behv. & Human Dec. Proc. 51 (1992), 296.

⁶⁸ Grundlegende Arbeiten sind *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 Stan. L. Rev. 1471 (1998); *Sunstein*, 64 U. Chi. L. Rev. 1175 (1997); *Sunstein* (Hrsg.); *Korobkin/Ulen*, 88 Cal. L. Rev. 1051 (2000).

⁶⁹ Exemplarisch seien genannt *van Aaken*, S. 82 ff.; *Fleischer* in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575; *Wagner-von Papp*, S. 124 ff.; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216; *Klöhn*; *Wagner*, ZZP 121 (2008), 5; *Kübler/Kübler*, KritV 2007, 94, sowie die in Engel u. a. (Hrsg.), und der Kritischen Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft 2007, S. 91–218, versammelten Beiträge.

⁷⁰ Im Folgenden wird der Begriff der „Verhaltensabweichung“ ohne normative Konnotation verwendet. Es soll damit nur ausgedrückt werden, dass menschliches Verhalten von den Annahmen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells abweicht.

⁷¹ Zu beiden Begriffen s. oben Teil 2, C.II.1, S. 20.

Die erste Gruppe von Verhaltensabweichungen resultiert aus der Tatsache, dass Menschen im Vergleich zum rationaltheoretischen Verhaltensmodell über beschränkte kognitive Fähigkeiten verfügen. Die verhaltenswissenschaftliche Ökonomie hat durch empirische und experimentelle Untersuchungen eine Vielzahl von menschlichen Verhaltensweisen identifiziert, die systematische Abweichungen vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell beweisen. Diese Abweichungen werden im Englischen gemeinhin als „biases“ bezeichnet. Wichtige Verhaltensabweichungen sind unter anderem der „framing“-Effekt,⁷² der Ankereffekt,⁷³ der Dispositionseffekt,⁷⁴ der „endowment“-Effekt,⁷⁵ die Verlustaversion,⁷⁶ die Kontrollillusion,⁷⁷ der Sicherheitseffekt,⁷⁸ der „hindsight bias“⁷⁹, Überoptimismus,⁸⁰ die Verfügbarkeitsheuristik⁸¹ und zeitlich inkonsis-

⁷² Die Präferenzbildung von Menschen wird dadurch beeinflusst, wie ihnen die verfügbaren Handlungsalternativen präsentiert werden; s. dazu *Tversky/Kahneman*, *Science* 211 (1981), 453; *Tversky/Kahneman*, *J. Bus.* 59 (1986), S. 251; *Klöhn*, S. 95 ff. Näher dazu unten Teil 3, bei Fn. 133 ff.

⁷³ Menschen, die eine bestimmte Information aufgenommen und verarbeitet haben, werden unaufmerksam für Informationen, die der alten Information widersprechen. Dadurch können neue Informationen falsch interpretiert oder gewichtet werden; s. dazu *Tversky/Kahneman*, *Science* 185 (1974), 1124; *Tversky/Kahneman*, *J. Bus.* 59 (1986), S. 251; *Strack/Mussweiler*, *J. Personality & Soc. Psych.* 73 (1997), 437; *van Aaken*, S. 101. Dazu unten Teil 3, Fn. 141.

⁷⁴ Anleger halten tendenziell an verlustreichen Investitionen zu lange fest und veräußern Gewinne zu früh; s. dazu *Shefrin/Statman*, *J. Fin.* 40 (1985), 777; *Kahneman/Tversky*, *Econometrica* 47 (1979), 263; im Überblick *Klöhn*, S. 100 f.; *Fleischer* in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575, 583.

⁷⁵ Besitzen Menschen ein Gut, so ist der Preis, den sie für den Verkauf des Guts verlangen, regelmäßig höher als der Preis, den sie bereit wären, für den Erwerb des Guts zu zahlen; s. dazu *Knetsch*, *Am. Econ. Rev.* 79 (1989), 1277; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, *J. Pol. Econ.* 98 (1990), 1325; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, *J. Econ. Persp.* 5 (1) (1991), 193; *Korobkin*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 1227 (2003). Näher dazu unten Teil 3, D.II.2.c)cc(8)(c), S. 226.

⁷⁶ Menschen gewichten Verluste stärker als Gewinne; s. dazu *Kahneman/Tversky*, *Am. Psych.* 39 (1984), 341; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, *J. Econ. Persp.* 5 (1) (1991), 193; *Tversky/Kahneman*, *Quart. J. Econ.* 106 (1991), 1039. Näher dazu unten Teil 3, bei Fn. 1128 f.

⁷⁷ Menschen glauben systematisch, Einflussmöglichkeiten auf zufällige Ereignisse zu besitzen, wenn ihr Verhalten den Anschein einer Kontrollmöglichkeit geben kann; s. dazu *Langer*, *J. Pers. & Soc. Psych.* 32 (1975), 311. Näher dazu unten Teil 3, bei Fn. 158 f.

⁷⁸ Menschen gewichten sichere Entscheidungsalternativen im Vergleich zu Entscheidungsalternativen aus dem mittleren Wahrscheinlichkeitsbereich überproportional stark; s. dazu *Allais*, *Econometrica* 21 (1953), 503; *Kahneman/Tversky*, *Econometrica* 47 (1979), 263, 266 f.

⁷⁹ Kennen Menschen die Ergebnisse von Handlungen, überschätzen sie *ex post* die Wahrscheinlichkeit, mit denen sie diese Ergebnisse vorhergesagt hätten; s. dazu *Fischhoff*, *J. Exper. Psychol.: Human Perc. & Perf.* 3 (1975), 288; *Rachlinski*, 65 *U. Chi. L. Rev.* 571 (1998).

⁸⁰ Menschen überschätzen tendenziell ihre eigene Einsichts- und Problemlösungsfähigkeit; s. dazu *Weinstein*, *J. Pers. & Soc. Psych.* 39 (1980), 806. Näher dazu unten Teil 3, bei Fn. 146 ff.

⁸¹ Menschen greifen bei der Entscheidungsfindung insbesondere auf Informationen zurück, die am einfachsten und schnellsten verfügbar sind. Grundlegend *Tversky/Kahneman*, *Cogn. Psych.* 5 (1973), 207; *Tversky/Kahneman*, *Science* 185 (1974), 1124, 1127 f.; s. weiterhin

tente Präferenzen.⁸² Die Liste solcher Verhaltensabweichungen ließe sich zwar verlängern.⁸³ Es geht hier aber nicht darum, Umfang und Tragweite der Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts im Allgemeinen auszuloten.⁸⁴ Soweit die genannten Verhaltensabweichungen im weiteren Verlauf der Untersuchung Bedeutung erlangen, werden sie im Einzelnen dargestellt werden.

Die zweite Gruppe von Verhaltensabweichungen, mit denen sich die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts beschäftigt, resultiert aus der Tatsache, dass Menschen nicht nur auf ihren eigenen Nutzen bedacht sind. Im rationaltheoretischen Verhaltensmodell wird angenommen, dass Menschen ihren eigenen Nutzen maximieren.⁸⁵ Sowohl die allgemeine Lebenserfahrung als auch die empirische und experimentelle Forschung zeigen, dass auch Altruismus, Fairness und Böswilligkeit Bestandteile menschlicher Präferenzen und Entscheidungsprozesse sind.⁸⁶ Auf die Auswirkungen solcher sozialer Präferenzen für die ökonomische Analyse des Rechts wird noch eingegangen werden.⁸⁷

Die Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts sind von besonderer Bedeutung, weil die beobachteten Abweichungen vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell regelmäßig systematisch auftreten.⁸⁸ All diese Forschungsanstrengungen eint das Bemühen, im Vergleich zum rationaltheoretischen Verhaltensmodell bessere Erklärungen und Prognosen menschlichen Verhaltens liefern zu können und damit die Methode der ökonomischen Analyse des Rechts zu verbessern.⁸⁹ Im Folgenden wird grund-

Sunstein, 97 Nw. U. L. Rev. 1295, 1300 ff. (2003); *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 218; *Fleischer* in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575, 577; *Klöhn*, S. 108 ff.; *Eisenberg* in: Newman (Hrsg.), S. 282, 284. Dazu unten Teil 3, bei Fn. 88 f.

⁸² Menschen verändern ihre langfristigen Pläne für zukünftige Perioden, je näher die Perioden kommen; s. dazu *Thaler*, Econ. Letters 8 (1981), 201; *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351. Näher dazu unten Teil 3, B.II.4.a)cc), S. 73.

⁸³ Aufzählungen von Verhaltensabweichungen finden sich beispielsweise in *Klöhn*, S. 94 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 66 ff.; *Fleischer* in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575, 577 f.; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 218 f.; *Korobkin/Ulen*, 88 Cal. L. Rev. 1051, 1085 ff. (2000); *Varian*, S. 548 ff.

⁸⁴ S. dazu die in Teil 2, Fn. 68 f. genannte Literatur. Zur allgemeinen Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, C, S. 8.

⁸⁵ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 61.

⁸⁶ *Rabin*, Am. Econ. Rev. 83 (1993), 1281; *Fehr/Schmidt*, Quart. J. Econ. 114 (1999), 817; *Fehr/Fischbacher*, Econ. J. 112 (2002), C1; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 219; *Wagner-von Papp*, S. 126 ff.; *Korobkin/Ulen*, 88 Cal. L. Rev. 1051, 1126 ff. (2000).

⁸⁷ S. unten Teil 3, C.II.2.b), S. 101.

⁸⁸ *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1599 (1998); *Fleischer* in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575, 578. Näher dazu unten Teil 3, bei Fn. 1393 ff.

⁸⁹ *van Aaken*, S. 86; *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, 56. Genau betrachtet ist es nicht das Anliegen eines verhaltenswissenschaftlichen Verhaltensmodells, das rationaltheoretische Verhal-

sätzlich vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell ausgegangen. Wo dies im Einzelfall sinnvoll erscheint, wird das verhaltenswissenschaftliche Verhaltensmodell umfänglich in die Untersuchung mit einbezogen.

III. Wohlfahrtstheorie

1. Einführung

Die bisher dargestellten ökonomischen Modelle menschlichen Verhaltens haben zunächst ein positives Anliegen. Sie wollen menschliches Verhalten beschreiben. Je mehr das Modell der Realität entspricht, desto besser kann es menschliches Verhalten auch prognostizieren. Aus diesem Anliegen folgt ein breiter Anwendungsbereich für eine positive ökonomische Analyse des Rechts, der weithin unstrittig ist:⁹⁰ Modelle menschlichen Verhaltens können zur Abschätzung der Folgen von Rechtsregeln verwendet werden.⁹¹ Diesem positiven Zweig der ökonomischen Analyse des Rechts geht es darum, erklären und prognostizieren zu wollen, welche Bedingungen und Restriktionen menschlichen Verhaltens zu welchen Konsequenzen führen.⁹² In der folgenden Untersuchung wird oftmals auf den rein positiven Zweig der ökonomischen Analyse des Rechts zurückgegriffen.⁹³

Deutlich umstrittener, gerade im deutschen Sprachraum, ist der normative Zweig der ökonomischen Analyse des Rechts.⁹⁴ Dieser Zweig will Aussagen über die optimale Rechtsregel treffen. Zwar ist die Wohlfahrtstheorie nicht die

tensmodell abzulösen. Vielmehr soll ein allgemeineres Verhaltensmodell geschaffen werden, in dem das rationaltheoretische Verhaltensmodell als wichtiger Spezialfall enthalten ist, s. *Hirshleifer*, J. Fin. 56 (2001), 1533, 1534; *Kirchgässner*, S. 28 f.

⁹⁰ Im Schwerpunkt wird die ökonomische Analyse des Rechts wegen der Anwendung des Effizienzkriteriums kritisiert, also wegen ihrer normativen, nicht ihrer positiven Aussagen, s. *van Aaken*, S. 40; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 263. Dazu sogleich im Text.

⁹¹ *van Aaken*, S. 17.

⁹² Davon wird auch die Analyse erfasst, welche Auswirkungen eine rechtliche Regelung auf Allokationseffizienz hat. Dies ist normativ unproblematisch. Erst wenn eine ökonomische Analyse des Rechts fordert, die rechtliche Regelung solle (ausschließlich) zu Allokationseffizienz führen, wird die normative Zielbestimmung angreifbar; s. *van Aaken*, S. 37.

⁹³ Dieser positive Zweig der ökonomischen Analyse des Rechts mag am Ende hilfreicher sein als der streng normative Zweig; s. *van Aaken*, S. 336 f. Allgemein zur positiven ökonomischen Analyse im Vertragsrecht s. *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 13 f.

⁹⁴ Es ist ein Versäumnis sowohl der Vertreter der ökonomischen Analyse des Rechts als auch ihrer Kritiker, die positiven und normativen Zweige der Methode nicht immer scharf auseinander zu halten; hinsichtlich des *Pareto*-Kriteriums kritisch *Mathis*, S. 51; hinsichtlich der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts kritisch *Englert* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 231. Die ökonomische Analyse des Rechts nur aufgrund ihrer normativen Aussagen ablehnen zu wollen, greift zu kurz; s. *van Aaken*, S. 18 Fn. 7, S. 19, 38, 45. Zu der Unterscheidung auch unten Teil 4, A.I.2, S. 316, sowie *Parisi*, Eur. J. L. & Econ. 18 (2004), 259; *Caplin/Schotter* (Hrsg.); *Drexler*, S. 166 f.; s. a. *Kirchgässner*, S. 3.

einzigste normative Theorie der Ökonomie.⁹⁵ Entsprechend der modernen ökonomischen Forschung stützt sich die normative ökonomische Analyse des Rechts aber regelmäßig auf die Wohlfahrtstheorie.⁹⁶ Deren Erkenntnisse werden im Folgenden in einem kurzen Abriss dargestellt, soweit sie für die weitere Untersuchung von Bedeutung sind.⁹⁷

2. Allokationseffizienz

Die Wohlfahrtstheorie basiert auf dem philosophischen Programm des Utilitarismus. Das kollektive Ziel einer Gesellschaft wird in der Maximierung ihres Gesamtnutzens gesehen.⁹⁸ Die Wohlfahrtstheorie bestimmt diesen Gesamtnutzen der Gesellschaft durch eine Aggregation des individuellen Nutzens jedes Gesellschaftsmitglieds.⁹⁹ Sie ist damit eine streng individualistische Theorie.¹⁰⁰

Die Wohlfahrtstheorie muss ein Mittel zur Messung des individuellen Nutzens eines Gesellschaftsmitglieds haben. Der individuelle Nutzen könnte eigentlich anhand der Präferenzen eines Individuums bestimmt werden. Präferenzen können aber nicht beobachtet werden.¹⁰¹ Die Wohlfahrtstheorie hilft sich üblicherweise mit dem Konzept der offenbarten Präferenzen („revealed preferences“). Aus den gewählten Handlungsalternativen wird auf die tatsächlichen Präferenzen des Individuums rückgeschlossen.¹⁰² Dabei wird der Nut-

⁹⁵ Zur normativen Entscheidungstheorie und zu Konsensstheorien s. *van Aaken*, S. 183 ff.; s. a. *Schäfer/Ott*, S. 38 ff.

⁹⁶ S. a. *van Aaken*, S. 184.

⁹⁷ Entsprechend der allgemeinen Ausrichtung der Untersuchung wird im Folgenden nicht analysiert, ob die (ausschließliche) Anwendung der Wohlfahrtstheorie auf rechtliche Fragestellungen sinnvoll und wünschenswert ist; s. dazu oben Teil 1, C, S. 8. Auch in der Ökonomie selbst sind die Einschränkungen der normativen Wohlfahrtstheorie bekannt. Sie werden aber oftmals außer Acht gelassen. Dies kann am jeweiligen Forschungsgegenstand, am Forschungsinteresse, an Publikations- und Karriereüberlegungen sowie an der Beschränkungen der gegenwärtigen ökonomischen Methode liegen. Zu den normativen Problemen der Wohlfahrtstheorie aus ökonomischer Sicht s. *Hellwig* in: Engel/Möschel (Hrsg.), S. 231, 235 ff.; s. a. *van Aaken*, S. 185.

⁹⁸ *van Aaken*, S. 192 f.; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 173 ff.; s. a. *Mathis*, S. 96 ff.

⁹⁹ *Behrens*, S. 34 ff.; *van Aaken*, S. 193. Zu diesem „normativen Individualismus“ auch *Schäfer/Ott*, S. 3.

¹⁰⁰ Zum zugrunde liegenden methodologischen Individualismus s. *Schäfer/Ott*, S. 3, 58; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 23; *Hens/Pamini*, S. 3 f.; *Kirchgässner*, S. 11, 21; *Drexler*, S. 129, 170 ff.; *Mathis*, S. 21. Zu daraus entstehenden Problemen s. unten Teil 4, A.I.4, S. 320. Zu individualistischen versus holistischen Sozialwissenschaften allgemein s. *van Aaken*, S. 46 ff.

¹⁰¹ Ansonsten ließe sich eine „kollektive Nutzenfunktion“, die auch als Wohlfahrtsfunktion bezeichnet wird, durch eine Aggregation von individuell beobachteten Präferenzen und Nutzen exakt bestimmen, s. *Hens/Pamini*, S. 297.

¹⁰² *Varian*, S. 118 ff.; *Pindyck/Rubinfeld*, S. 92 ff.; *Richter* in: Durlauf/Blume (Hrsg.), S. 151; *van Aaken*, S. 197 ff.; Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „Präferenz“; *von Weiz-*

zen des Individuums mit Hilfe des Konzepts der Zahlungsbereitschaft in Geldeinheiten bestimmt.¹⁰³

Hat die Wohlfahrtstheorie den Nutzen des einzelnen Individuums mit Hilfe der Konzepte der offenbaren Präferenzen und der Zahlungsbereitschaft bestimmt, aggregiert sie den Nutzen aller Mitglieder einer Gesellschaft.¹⁰⁴ Um ein kollektives Wohlfahrtsoptimum identifizieren zu können, benötigt sie ein Kriterium zur Bestimmung der kollektiven Nutzenmaximierung. In der Wohlfahrtstheorie ist das *Pareto*-Kriterium vorherrschend.¹⁰⁵ Danach ist eine Situation *Pareto*-optimal, wenn kein Gesellschaftsmitglied mehr besser gestellt werden kann, ohne dass ein anderes Gesellschaftsmitglied dadurch schlechter gestellt würde.¹⁰⁶ Die Anwendung des *Pareto*-Kriteriums setzt keinen interpersonellen Nutzenvergleich voraus. Bei der Aggregation der Wohlfahrt der Gesellschaftsmitglieder wird nur auf die individuellen Nutzenfunktionen abgestellt.¹⁰⁷

Auf dieser Grundlage kann die Wohlfahrtstheorie zeigen, dass unter der Bedingung vollkommener Konkurrenz¹⁰⁸ auf allen Märkten eine *Pareto*-optimale, effiziente Allokation des gesamtwirtschaftlichen Gütervolumens erreicht wird (Erster Hauptsatz der Wohlfahrtstheorie).¹⁰⁹ Die Allokation ist in dem Sinne

säcker, Freiheitsrechte, Präferenzen, S. 8 ff. Zu den normativen Problemen dieses Ansatzes s. a. *Besbears u. a.*, J. Pub. Econ. 92 (2008), 1787

¹⁰³ Das bedeutet aber nicht, dass sich die Wohlfahrtstheorie ausschließlich mit *finanziellen* Kosten und Nutzen beschäftigt, s. *van Aaken*, S. 195. Zu Vorläufern der modernen Wohlfahrtstheorie s. *van Aaken*, S. 195 ff. Zu modernen Alternativen zur Messung individueller Wohlfahrt, insbesondere der Glücksforschung, s. *Graham* in: Durlauf/Blume (Hrsg.), S. 824; *Frey*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 402.

¹⁰⁴ *Varian*, S. 614 ff.

¹⁰⁵ *van Aaken*, S. 212; *Behrens*, S. 84; *Hens/Pamini*, S. 285 ff. Diese Aussage gilt für die ökonomische Wohlfahrtstheorie. Sie gilt nicht notwendigerweise für die ökonomische Analyse des Rechts, bei der auch das *Kaldor-Hicks*-Kriterium eine bedeutende Rolle spielt; s. dazu, mit einer Analyse von Vor- und Nachteilen der unterschiedlichen Kriterien, *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 47 ff.; *van Aaken*, S. 217 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 25, 31 ff.; *Posner*, S. 13 f.; *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 23 f.; *Ruffner*, S. 38 ff.; *Mathis*, S. 52 ff. Ein Kriterium, das alle denkbaren Situationen lückenlos und logisch konsistent ordnet und gleichzeitig von allen Gesellschaftsmitgliedern akzeptiert wird, kann nicht existieren, solange kein Diktator akzeptiert wird. Dies ist die Aussage des Unmöglichkeitstheorems von *Kenneth Arrow*; s. *Knieps*, S. 8; *Varian*, S. 616 ff.; *Mas-Colell/Whinston/Green*, S. 792 ff.

¹⁰⁶ *van Aaken*, S. 212; *Behrens*, S. 84; *Schäfer/Ott*, S. 25; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 24 ff.; *Mathis*, S. 44 ff. Während mit dem *Pareto*-Kriterium unerwünschte Allokationen ausgesondert werden können, ist das Kriterium bei der Auswahl unter mehreren gleich wünschenswerten Allokationen nicht hilfreich; s. *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 22.

¹⁰⁷ *van Aaken*, S. 212; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 42 ff., 189 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 41, 46; dazu auch *Hens/Pamini*, S. 289 f., 297 f.

¹⁰⁸ Dazu sogleich im Text.

¹⁰⁹ Dazu – mit ansteigender formaler Komplexität – *Hellwig* in: Engel/Möschel (Hrsg.), S. 231, 235; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 49; *Knieps*, S. 9 f.; *Pindyck/Rubinfeld*,

optimal, als durch Umverteilung kein gesamtgesellschaftlich höheres Wohlfahrtsniveau mehr erreicht werden kann.¹¹⁰ Auch kann die Wohlfahrtstheorie zeigen, dass unter bestimmten Bedingungen¹¹¹ jede *Pareto*-optimale, effiziente Güterallokation durch ein System von Wettbewerbsmärkten erreicht werden kann (Zweiter Hauptsatz der Wohlfahrtstheorie).¹¹² Während sich die beiden Hauptsätze der Wohlfahrtstheorie mit Eigenschaften einer Volkswirtschaft als *Ganzes* beschäftigen,¹¹³ kann bei einer Partialanalyse eines einzelnen Markts gezeigt werden, dass bei vollkommener Konkurrenz auf diesem Markt ein *Pareto*-optimales Gleichgewicht¹¹⁴ vorliegt, wenn der Preis auf diesem Markt im Schnittpunkt von aggregierter Angebots- und Nachfragekurve liegt.¹¹⁵

3. Marktversagen

Diese Aussagen der Wohlfahrtstheorie setzen voraus, dass auf den betroffenen Märkten vollkommene Konkurrenz herrscht. In einer solchen Modellwelt existieren homogene Güter,¹¹⁶ eine gegebene Ressourcenallokation,¹¹⁷ konstante Produktionsfaktoren und -technik ohne Verfahrens- und Produktinnovation,¹¹⁸ eine atomistische Angebots- und Nachfragestruktur,¹¹⁹ keine Marktzutritts- und Marktaustrittsschranken,¹²⁰ mobile und unbegrenzt

S. 596 f.; *Varian*, S. 579, 584 ff.; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 27 ff.; *Feldman* in: *Durlauf/Blume* (Hrsg.), S. 721; *Hens/Pamini*, S. 123 ff., 191 ff.; *Mas-Colell/Whinston/Green*, S. 549 f. Der Erste Hauptsatz stellt einen formalen und sehr allgemeinen Beweis des Schlagworts der „unsichtbaren Hand“ von *Adam Smith* dar, s. *Mas-Colell/Whinston/Green*, S. 549.

¹¹⁰ *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 43; *Hellwig* in: *Engel/Möschel* (Hrsg.), S. 231, 235.

¹¹¹ Dazu *Knieps*, S. 10; *Mas-Colell/Whinston/Green*, S. 551, 556 f.

¹¹² Dafür sind regelmäßige Umverteilungen in Form von Steuern oder Subventionen notwendig. Zum Zweiten Hauptsatz der Wohlfahrtsökonomie – mit ansteigender formaler Komplexität – *Hellwig* in: *Engel/Möschel* (Hrsg.), S. 231, 235 f., der den technokratisch-dirigistischen Ansatz der Wohlfahrtstheorie betont; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 49; *Knieps*, S. 10 f.; *Pindyck/Rubinfeld*, S. 599 f.; *Varian*, S. 582 ff., 586 ff.; *Feldman* in: *Durlauf/Blume* (Hrsg.), S. 721; *Hens/Pamini*, S. 193 ff.; *Mas-Colell/Whinston/Green*, S. 551 ff.

¹¹³ *Hermalin/Katz/Craswell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 3, 23.

¹¹⁴ In einem Gleichgewicht haben Marktteilnehmer keine Veranlassung, ihr Verhalten zu ändern, weil sie sich optimal an die relevanten Daten angepasst haben; s. *Gabler Wirtschaftslexikon*, Eintrag zu „Gleichgewicht“.

¹¹⁵ Dazu *Pindyck/Rubinfeld*, S. 25 f.; *Varian*, S. 7 f.; *Hermalin/Katz/Craswell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 3, 23 f.

¹¹⁶ Alle Produzenten bieten Güter an, die untereinander perfekte Substitute sind; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 27.

¹¹⁷ *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 28.

¹¹⁸ Dadurch werden dynamische Phänomene wie technischer Fortschritt und Wirtschaftswachstum von der Betrachtung ausgeschlossen; s. *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 27, 29, 66 f.

¹¹⁹ Kein Produzent und kein Konsument haben einen signifikanten Marktanteil, alle Marktteilnehmer sind Preisnehmer und Mengenanpasser; s. dazu *Varian*, S. 8; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 27 f.; *Hens/Pamini*, S. 301.

¹²⁰ *Knieps*, S. 13 ff.

teilbare Produktionsfaktoren und Güter,¹²¹ keine externen Effekte¹²² und schließlich vollständig rationales Verhalten,¹²³ vollständige Information¹²⁴ sowie unendliche Reaktionsgeschwindigkeit¹²⁵ aller Marktteilnehmer.¹²⁶ In einer solchen Modellwelt werden keine Gewinne realisiert. Der Preis ist der alleinige Wettbewerbsparameter.¹²⁷

In der Realität werden diese Voraussetzungen fast nie alle gleichzeitig gegeben sein. Das Modell vollkommener Konkurrenz dient lediglich als Referenzsystem, um tatsächliche Märkte und Institutionen vergleichen zu können.¹²⁸ Fehlt eine der genannten Voraussetzungen, kann Marktversagen vorliegen.¹²⁹ Dabei wird zwischen verschiedenen Formen des Marktversagens unterschieden.¹³⁰ Ein *externer Effekt* tritt bei einer Handlung eines Produzenten oder Konsumenten auf, die andere Produzenten oder Konsumenten beeinflusst, sich aber nicht auf den Marktpreis auswirkt.¹³¹ *Transaktionskosten* stellen Kosten

¹²¹ *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 27 f.

¹²² Zu diesem Begriff sogleich im Text. Beispielsweise existieren keine Austauschbeziehungen zwischen Marktteilnehmern, die nicht von beiden Seiten gewollt sind; s. *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 27 f.

¹²³ Dazu oben Teil 2, C.II.1, S. 20.

¹²⁴ Insbesondere haben Konsumenten perfekte Information über alle Anbieter, Preise und alle Eigenschaften der Güter im Markt; s. *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 27 f.

¹²⁵ Alle Marktteilnehmer reagieren auf Veränderungen innerhalb einer „juristischen Sekunde“, Anpassungsprozesse geschehen ohne jeglichen Zeitbedarf; s. *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 27, 29.

¹²⁶ Allgemein zum Modell vollkommener Konkurrenz s. *Khan* in: Durlauf/Blume (Hrsg.), S. 354; *Knieps*, S. 7 ff.; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 27 ff.; s. a. *Kirchgässner*, S. 62.

¹²⁷ *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 28 f.

¹²⁸ *Schäfer/Ott*, S. 5. Zur Frage, welche Konsequenzen eine normative Wohlfahrtstheorie daraus ziehen muss, s. *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 63 ff. (der unter anderem den so genannten „Nirwana-Vorwurf“ und die Problematik des „second best“ diskutiert).

¹²⁹ Marktversagen kennzeichnen Fälle, in denen der Markt – aus der Sicht eines sozialen Planers, der die Wohlfahrt maximieren will – nicht zur optimalen Allokation von Gütern und Ressourcen führt; s. dazu allgemein *Pindyck/Rubinfeld*, S. 612 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 107 ff.; *Gabler Wirtschaftslexikon*, Eintrag zu „Marktversagen“.

¹³⁰ Die gebildeten Kategorien variieren; s. beispielsweise *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 82 ff.; *Knieps*, S. 11 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 107 ff.; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 82 ff., 90 ff.; *Gabler Wirtschaftslexikon*, Eintrag zu „Marktversagen“.

¹³¹ *Pindyck/Rubinfeld*, S. 646; *Knieps*, S. 11; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 90 ff.; *Hens/Pamini*, S. 247 ff. Ein Lehrbuchbeispiel ist die schädliche Abwassereinleitung eines Unternehmens in einen Fluss, die flussabwärts gelegene Menschen und Unternehmen schädigt. Eine besondere Form eines externen Effekts ist der Netzwerkeffekt. Auf einem herkömmlichen Markt ist die Nachfrage eines Konsumenten nach einem Gut unabhängig von der Nachfrage anderer Konsumenten nach diesem Gut; s. *Pindyck/Rubinfeld*, S. 136. Dies trifft aber nicht auf allen Märkten zu. So existieren Güter, bei denen die Nachfrage eines Konsumenten von der Anzahl der weiteren Konsumenten abhängt, die dieses Gut ebenfalls gekauft haben. Dann spricht man von Netzwerkeffekten; grundlegend *Katz/Shapiro*, *Am. Econ. Rev.* 75 (1985), 424; *Katz/Shapiro*, *J. Econ. Persp.* 8 (2) (1994), 93. Ein „positiver“ Netzwerkeffekt liegt vor, wenn die Nachfrage eines Konsumenten nach einem Gut mit der steigen-

dar, welche potentielle Vertragspartner an Information und Koordination aufwenden müssen, um einen Vertrag abzuschließen und durchzusetzen.¹³² Dazu zählen¹³³

- Suchkosten, die bei der Suche nach einem geeigneten Vertragspartner entstehen,
- Informationskosten, die bei der Sammlung von Informationen über Vertragspartner und Vertragsgegenstand entstehen,
- Verhandlungskosten, die beim Aushandeln von Vertragsbestimmungen entstehen,
- Entscheidungskosten, also Kosten der Aufbereitung sämtlicher Informationen sowie Kosten der Entscheidungsfindung,
- Abwicklungskosten, also Kosten, die bei der Durchführung der Transaktion entstehen (beispielsweise Transport- und Managementkosten),
- Überwachungs- und Durchsetzungskosten, die bei der Überwachung von Qualität und Menge der gelieferten Produkte und bei der Durchsetzung von Vertragsbestimmungen entstehen, und schließlich
- Anpassungskosten, die während der Laufzeit der Vereinbarung aufgrund veränderter Bedingungen entstehen (beispielsweise Termin-, Mengen- und Preisänderungen).

Informationsasymmetrien verhindern, dass Marktteilnehmer über gleiche Informationen verfügen.¹³⁴ *Öffentliche Güter* zeichnen sich durch Nicht-Exklusivität im Angebot und Nicht-Rivalität im Konsum aus.¹³⁵ Ein öf-

den Anzahl anderer Konsumenten, die das Gut erworben haben, ansteigt. Standardbeispiele für positive Netzwerkeffekte sind das Telefon und die QWERTY-Tastatur auf Schreibmaschinen. Zur juristischen Operationalisierung des Konzepts s. allgemein *Lemley/McGowan*, 86 Cal. L. Rev. 479 (1998); s. weiterhin *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967. Zur Bedeutung des Konzepts für dispositives Vertragsrecht s. unten Teil 3, D.II.2.c)cc(5), S. 207.

¹³² *Schäfer/Ott*, S. 5; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 10 ff. Grundlegend in diesem Zusammenhang *Coase*, J. L. & Econ. 3 (1960), 1. Zu diesem ebenso grundlegenden wie schwammigen Begriff der ökonomischen Analyse des Rechts s. *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 97 ff.

¹³³ *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 10 f.; *Richter/Furubotn*, S. 57 ff.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 134 ff.

¹³⁴ *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 282 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 108 f.; grundlegend *Akerlof*, Quart. J. Econ. 84 (1970), 488. Umfassend zur rechtsökonomischen Analyse von Informationsasymmetrien *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 146 ff.; *Shavell*, S. 331 ff.

¹³⁵ *Hens/Pamini*, S. 231 f.; *Pindyck/Rubinfeld*, S. 676. Lehrbuchbeispiele öffentlicher Güter sind die Landesverteidigung, Leuchttürme (s. *Coase*, J. L. & Econ. 17 (1974), 375) und Information, s. *Pindyck/Rubinfeld*, S. 676 f.; *Schäfer/Ott*, S. 108. Allgemein zur Theorie öffentlicher Güter *McNutt* in: *Bouckaert/Geest* (Hrsg.), S. 927; grundlegend *Samuelson*, Rev. Econ. & Stat. 36 (1954), 387. Öffentliche Güter können auch als Unterfälle von Externalitäten oder Informationsasymmetrien betrachtet werden; s. *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 101 ff., 364 ff.; s. a. *Hens/Pamini*, S. 233.

fentliches Gut ist nicht-exklusiv, da kein Marktteilnehmer von der Nutzung des Guts ausgeschlossen werden kann. Ein öffentliches Gut ist nicht-rivalisierend, da der Konsum durch einen Marktteilnehmer den Nutzen des Guts für einen anderen Marktteilnehmer nicht schmälert. Ist das Gut einmal vorhanden, ist es nicht knapp.¹³⁶ Aufgrund dieser Eigenschaften haben Marktteilnehmer keinen Anreiz, das öffentliche Gut zu produzieren. Als Trittbrettfahrer vertrauen sie darauf, dass andere Marktteilnehmer das Gut produzieren werden. Da alle Marktteilnehmer dies tun, kommt es zu einem Marktversagen.¹³⁷

Natürliche Monopole (also Märkte, in denen ein einzelner Produzent den gesamten Output des Markts zu geringeren Kosten produzieren kann als mehrere Produzenten),¹³⁸ *Größenvorteile* (also Situationen, in denen eine proportionale Erhöhung aller Inputfaktoren zu einer überproportionalen Erhöhung aller Outputkomponenten führt)¹³⁹ und sonstige Fälle von Marktmacht¹⁴⁰ können ebenfalls zu Marktversagen führen.

Marktversagen kann Anlass für korrigierende staatliche Eingriffe geben.¹⁴¹ Allerdings ist dies kein Automatismus.¹⁴² Es gibt auch „Staatsversagen“.¹⁴³ Vor diesem Hintergrund ist zu prüfen, ob eine staatliche Intervention in der Praxis tatsächlich eine Verbesserung gegenüber den Marktergebnissen bewirken könnte.¹⁴⁴

¹³⁶ Die Grenzkosten – also die Kosten, das Gut einem zusätzlichen Konsumenten zur Verfügung zu stellen – sind bei einem öffentlichen Gut für jeden Output-Level gleich Null; s. *Pindyck/Rubinfeld*, S. 676.

¹³⁷ Dazu auch unten Teil 3, bei Fn. 344, 861 ff., 888 ff., sowie Teil 3, D.II.2.c)cc)(3), S. 205.

¹³⁸ *Pindyck/Rubinfeld*, S. 372; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 185.

¹³⁹ *Knieps*, S. 13; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 183.

¹⁴⁰ *Schäfer/Ott*, S. 107 f.

¹⁴¹ *Hellwig* in: Engel/Möschel (Hrsg.), S. 231, 235. Zu den Möglichkeiten staatlicher Intervention s. *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 112 ff., 222 ff., 317 ff.

¹⁴² *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 82: „Es existiert kein Kriterium, mit dessen Hilfe sich die Grenze des Marktversagens mit wissenschaftlicher Exaktheit bestimmen ließe. Es sind immer wertende Entscheidungen darüber erforderlich, inwieweit ein Markt im Großen und Ganzen funktionsfähig ist oder ob ein Ausmaß an Marktversagen vorliegt, das wirtschaftspolitisches Handeln erfordert.“

¹⁴³ *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 83 ff., 420 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 110 f.

¹⁴⁴ *Hellwig* in: Engel/Möschel (Hrsg.), S. 231, 235; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 106 ff.; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 85.

IV. Vertragstheorie

1. Einführung

Die ökonomische Vertragstheorie hat sich in den letzten Jahrzehnten in unterschiedlichen Bereichen entwickelt.¹⁴⁵ Lange Zeit konnte die ökonomische Theorie nur sehr einfache Tauschbeziehungen zwischen zwei Marktteilnehmern formal exakt analysieren.¹⁴⁶ In den letzten Jahrzehnten haben die Möglichkeiten – und die Komplexität – des methodischen Apparats der Vertragstheorie stark zugenommen. Seit den 1940er Jahren wandte sich die ökonomische Analyse Vertragsbeziehungen unter Unsicherheit und der dafür notwendigen Risikoallokation zu. Seit den späten 1960er Jahren beschäftigte sie sich mit den Auswirkungen von Informationsasymmetrien auf Vertragsbeziehungen.¹⁴⁷ Seit den 1980er Jahren standen die Auswirkungen langfristiger Vertragsbeziehungen¹⁴⁸ und unvollständiger Verträge¹⁴⁹ im Interesse der ökonomischen Analyse. Heute bietet die ökonomische Vertragstheorie eine Vielzahl von Analysemethoden, von denen im vorliegenden Zusammenhang insbesondere die Analyse von Informationsasymmetrien, die Prinzipal-Agenten-Theorie sowie die Theorie unvollständiger Verträge bedeutsam sind.¹⁵⁰ Auf diese drei Teilbereiche der Vertragstheorie wird im Folgenden eingegangen.

2. Verträge mit asymmetrischer Information

Die Untersuchung von asymmetrischer Informationsverteilung in Vertragsbeziehungen begann mit der klassischen Analyse des Gebrauchtwagenmarkts durch *George Akerlof* („market for lemons“).¹⁵¹ Ist es für den Käufer eines Gebrauchtwagens schwierig, vor der Kaufentscheidung die Qualität des Gebrauchtwagens einzuschätzen, wird er für alle angebotenen Gebrauchtwagen unterschiedlicher Qualität einen einheitlichen, gemittelten Vorbehaltspreis¹⁵² bilden. Dieser Vorbehaltspreis ist niedriger als der Preis, zu dem Ver-

¹⁴⁵ Allgemeine Einführungen bieten *Bolton/Dewatripont*; *Salanié*; *Martimort* in: *Durlauf/Blume* (Hrsg.), S. 196. Zur Entwicklung der ökonomischen Vertragstheorie s. a. *Bolton/Dewatripont*, S. 1 f., 487.

¹⁴⁶ Zur Berechnung der so genannten Kontraktkurve durch die *Edgeworth-Box* s. *Varian*, S. 565 ff.; *Pindyck/Rubinfeld*, S. 591 ff.

¹⁴⁷ Grundlegend *Akerlof*, *Quart. J. Econ.* 84 (1970), 488.

¹⁴⁸ Grundlegend u. a. *Williamson*; *Williamson*, *J. L. Econ. & Organ.* 4 (1988), 65; *Williamson*, *J. Fin.* 18 (1988), 567; *Grossman/Hart*, *J. Pol. Econ.* 94 (1986), 691; *Hart*.

¹⁴⁹ *Bolton/Dewatripont*; *Hart* in: *Durlauf/Blume* (Hrsg.), S. 175; *Salanié*, S. 193 ff.; *Nicita/Pagano* in: *Backhaus* (Hrsg.), S. 145; *Schwartz* in: *Werin/Wijkander* (Hrsg.), S. 76.

¹⁵⁰ Eine vollständige Einführung in die ökonomische Vertragstheorie in ihrer ganzen Breite findet sich in den Fundstellen, die in Teil 2, Fn. 145, genannt sind.

¹⁵¹ *Akerlof*, *Quart. J. Econ.* 84 (1970), 488. Im Amerikanischen ist „lemons“ die umgangssprachliche Bezeichnung für einen schlechten Gebrauchtwagen.

¹⁵² Der Vorbehaltspreis ist der maximale Preis, zu dem ein Käufer bereit ist, ein Gut zu

käufer hochwertiger Gebrauchtwagen gerade noch bereit sind, ihren Gebrauchtwagen zu verkaufen. In einem solchen Markt ist es Verkäufern unmöglich, Gebrauchtwagen mit hoher Qualität zu verkaufen. Gebrauchtwagen mit niedriger Qualität verdrängen solche mit hoher Qualität. Im Extremfall kann eine solche Informationsasymmetrie, die zwischen Verkäufer und Käufer hinsichtlich Produkteigenschaften besteht, zu einem vollständigen Zusammenbruch des Markts führen.¹⁵³

Der Prozess der Verdrängung guter Qualität durch schlechte Qualität, der schon vor Vertragsschluss durch Informationsasymmetrien angelegt ist, wird als „adverse Selektion“ bezeichnet.¹⁵⁴ Instrumente, die das Problem adverser Selektion verringern helfen, sind unter anderem Signalisierungs- („signaling“)¹⁵⁵ und Filterstrategien („screening“)¹⁵⁶ sowie die Einräumung gesetzlicher Widerrufsrechte.¹⁵⁷

Daneben analysiert die Vertragstheorie Fälle, in denen eine Vertragspartei nach Vertragsschluss relevante Fakten zu Lasten seines Vertragspartners verändern kann, ohne dass dies für den Vertragspartner erkennbar ist. Das klassische Beispiel ist der Versicherungsvertrag. Ein Versicherungsgeber ist nach Abschluss eines Versicherungsvertrags grundsätzlich dem Risiko ausgesetzt, dass ein Versicherungsnehmer durch sorgloses Verhalten einen Schadensfall herbei-

erwerben beziehungsweise der minimale Preis, zu dem ein Verkäufer bereit ist, ein Gut zu verkaufen. Der Vorbehaltspreis eines Käufers hängt von seinem verfügbaren Einkommen, seiner Präferenz für das Gut und den Preisen von Substituten ab; s. *Varian*, S. 4; *Pindyck/Rubinfeld*, S. 393.

¹⁵³ Eine genauere Aufarbeitung der Grundlagen des *Akerlofschen* Modells findet sich unter anderem in *Bechtold*, Vom Urheber- zum Informationsrecht, S. 339 f.; s. weiterhin *Schäfer/Ott*, S. 341 ff.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 121 ff.; *Pindyck/Rubinfeld*, S. 617 ff.; *Bolton/Dewatripont*, S. 601 ff. Zu Informationsasymmetrien als Kategorie des Marktversagens s. oben Teil 2, bei Fn. 134.

¹⁵⁴ *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 286; *Bolton/Dewatripont*, S. 15 ff.; *Salanié*, S. 43 ff. S. dazu auch unten Teil 3, bei Fn. 300. Adaption im Recht der allgemeinen Geschäftsbedingungen bei *Bechtold*, Vom Urheber- zum Informationsrecht, S. 339.

¹⁵⁵ Dabei geht die Initiative von der gut informierten Vertragspartei aus. Diese versucht, ihrem nicht informierten Vertragspartner durch Signale Informationen zu übermitteln. Dies kann durch das Anbieten einer Garantie, Werbemaßnahmen, Reputation, Ausbildung und Ähnliches geschehen; s. *Pindyck/Rubinfeld*, S. 623 ff.; *Baird/Gertner/Picker*, S. 122 ff.; *Bolton/Dewatripont*, S. 99 ff.; *Schäfer* in: Grundmann (Hrsg.), S. 559, 562; *Kirstein/Schäfer* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 369, 380 ff.; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 302 ff.; *Salanié*, S. 97 ff.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 123 ff. Grundlegend zum „signaling“ *Spence*, *Quart. J. Econ.* 87 (1973), 355. Dazu aus juristischer Sicht s. unten Teil 3, bei Fn. 1061 ff.

¹⁵⁶ Dabei geht die Initiative von der nicht informierten Vertragspartei aus. Diese versucht, Informationen über ihren Vertragspartner einzuholen. Dies kann durch spezielles Nachfragen oder die Einschaltung spezialisierter Dritter geschehen; s. *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 301; *Baird/Gertner/Picker*, S. 122 ff.; *Bolton/Dewatripont*, S. 47 ff.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 123 ff.

¹⁵⁷ Dazu näher unten Teil 3, bei Fn. 301 ff.

führt und der Versicherungsgeber einen Schaden ersetzen muss, der durch den Versicherungsnehmer hätte verhindert werden können.¹⁵⁸ Diese Möglichkeit einer Vertragspartei, *nach* Vertragsschluss entstehende Informationsasymmetrien¹⁵⁹ auszunutzen, wird als „moralisches Risiko“ („moral hazard“) bezeichnet.¹⁶⁰ Instrumente, die das Problem des moralischen Risikos verringern helfen, sind neben fixierten Sorgfaltspflichten in Verbindung mit einer Kontrolle über deren Einhaltung oder einer Selbstbeteiligung der informierten Vertragspartei auch Gewinnbeteiligungen oder Prämiensysteme.¹⁶¹

3. Prinzipal-Agenten-Theorie

Aus der systematischen Untersuchung von Informationsasymmetrien entstand die Prinzipal-Agenten-Theorie, welche Informationsasymmetrien zwischen bestimmten Typen von Vertragsparteien analysiert:¹⁶² Handelt eine Partei – der so genannte Agent – im Auftrag einer anderen Partei – dem so genannten Prinzipal –, sind zwischen beiden Parteien Informationen asymmetrisch verteilt. Der Agent kann über Informationen (oder Fähigkeiten) verfügen, die der Prinzipal nicht hat (verborgene Information mit dem daraus resultierenden Risiko adverser Selektion). Auch kann es dem Prinzipal unmöglich sein, die Tätigkeit des Agenten unmittelbar zu beobachten und zu überwachen (verborgene Handlung mit dem daraus resultierenden moralischen Risiko).¹⁶³

Die Prinzipal-Agenten-Theorie geht der Frage nach, welche Auswirkungen solche Informationsasymmetrien auf das Verhalten des Agenten haben. Da die Theorie – entsprechend dem rationaltheoretischen Verhaltensmodell – annimmt, dass Menschen ihren eigenen Nutzen maximieren,¹⁶⁴ kann nicht davon

¹⁵⁸ Zur juristischen Bewältigung dieses Problems s. beispielsweise §§ 23 ff., 28, 103, 137, 158, 201, 183 VVG.

¹⁵⁹ Die Informationsasymmetrie liegt darin, dass eine Vertragspartei das Verhalten ihres Vertragspartners nicht erkennen kann; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 290.

¹⁶⁰ *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 290; *Bolton/Dewatripont*, S. 20 ff., 129 ff.; *Salanié*, S. 119 ff. Damit entsteht das Problem adverser Selektion durch verborgene Information *vor* Vertragsschluss, das Problem des moralischen Risikos durch verborgene Handlungen *nach* Vertragsschluss; zur Abgrenzung s. a. *Bolton/Dewatripont*, S. 15; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 136. Dazu unten Teil 3, bei Fn. 312.

¹⁶¹ Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „moral hazard“.

¹⁶² Eine allgemeine Einführung in die Prinzipal-Agenten-Theorie findet sich unter anderem in Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „Prinzipal-Agent-Theorie“; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 294 ff.; *Salanié*, S. 27 ff. Zum Verhältnis zwischen Prinzipal-Agenten-Theorie und positiver Agentur-Theorie s. Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „Agency-Theorie“. Beide Theorien sind als Teil der Vertragstheorie Bestandteil der Neuen Institutionenökonomie. Anders als andere Teile der Neuen Institutionenökonomie geht die Vertragstheorie herkömmlicherweise vom vollständigen rationaltheoretischen Verhaltensmodell aus. Die Prinzipal-Agenten-Theorie ist auch ein Hauptbestandteil der Theorie der Firma.

¹⁶³ *Richter/Furubotn*, S. 173 f.; *Bolton/Dewatripont*, S. 14 f.; *Schäfer/Ott*, S. 396 f.

¹⁶⁴ Dazu allgemein oben Teil 2, bei Fn. 61.

ausgegangen werden, dass der Agent seinen Informationsvorsprung nur im Interesse des Prinzipals einsetzt. Vielmehr hat der Agent einen Anreiz, seinen Informationsvorsprung zur Verfolgung eigener Ziele zu missbrauchen.¹⁶⁵ Besteht die Gefahr eines solchen moralischen Risikos, untersucht die Prinzipal-Agenten-Theorie, wie die Interessenlage des Agenten mit der Interessenlage des Prinzipals in Einklang gebracht werden kann, damit der Agent doch nur zur Verfolgung der Interessen des Prinzipals handelt.¹⁶⁶ Es geht um die Frage, durch welchen Mechanismus der Prinzipal den Agenten trotz der Informationsasymmetrie motivieren kann, seine private Information offenzulegen und sich so zu verhalten, wie der Prinzipal es wünscht.¹⁶⁷

Solche Mechanismen zur Angleichung der Interessen des Agenten an die Interessen des Prinzipals sind nicht ohne Kosten. Der Prinzipal muss den Agenten an sich binden, überwachen und Verluste in Kauf nehmen, wenn der Agent trotz aller Bemühungen des Prinzipals dennoch eigene Interessen verfolgt. Diese so genannten „Agenturkosten“¹⁶⁸ sind der Preis, der für die Vorteile der Arbeitsteilung zwischen Prinzipal und Agenten gezahlt werden muss.¹⁶⁹ Die Prinzipal-Agenten-Theorie versucht, die Wohlfahrtsverluste, die aus Agenturkosten resultieren, zu minimieren, ohne gleichzeitig die Wohlfahrtsverluste, die aus Informationsasymmetrien resultieren, zu groß werden zu lassen. Allgemein geht es also um eine Abwägung zwischen Wohlfahrtsverlusten aus Agenturkosten und Wohlfahrtsverlusten aus Informations-

¹⁶⁵ *Jensen/Meckling*, J. Fin. Econ. 3 (1976), 305, 308.

¹⁶⁶ Dazu im gesellschaftsrechtlichen Zusammenhang s. unten Teil 3, D.II.2.b)bb)(2), S. 160.

¹⁶⁷ In der Formulierung zeigt sich, dass dieses Erkenntnisinteresse der Prinzipal-Agenten-Theorie unter die allgemeine Theorie des „Mechanismus-Designs“ fällt. Ziel dieses Teilbereichs der Spieltheorie ist es, einen spieltheoretischen Mechanismus zu finden, der den Spielern entsprechende Anreize gibt, damit durch ihr Verhalten ein bestimmtes vorgegebenes Spielergebnis erzielt wird. Das Spieldesign wird aus der Sicht eines optimalen sozialen Planers analysiert. Mechanismus-Design ist damit der Beitrag der ökonomischen Theorie zu den Aufgaben des „Sozial-Ingenieurs“, s. *Maskin*, Am. Econ. Rev. 98 (2008), 567. Im Jahr 2007 erhielten *Leonid Hurwicz*, *Eric Maskin* und *Roger Myerson* den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften für die Grundlegung der Theorie zum Mechanismus-Design. Einführungen in die Theorie des Mechanismus-Designs finden sich bei *Fudenberg/Tirole*, S. 243 ff.; *Maskin*, Am. Econ. Rev. 98 (2008), 567; *Salanié*, S. 13 ff. Eine besonders radikale Formulierung der Mechanismus-Design-Idee, in der Märkte als Beschränkungen der Handlungsmöglichkeiten des sozialen Planers gesehen werden, findet sich in *Hammond*, Rev. Econ. Stud. 54 (1987), 339. Zu rechtsökonomischen Adaptionen des Mechanismus-Designs s. die im Journal of Institutional and Theoretical Economics 164 (2008), S. 76–192, veröffentlichten Beiträge sowie *Heine/Röpke*, RabelsZ 70 (2006), 138.

¹⁶⁸ Grundlegend *Jensen/Meckling*, J. Fin. Econ. 3 (1976), 305, 308; s. a. *Shleifer/Vishny*, J. Fin. 52 (1997), 737, 746 ff.

¹⁶⁹ *Ruffner*, S. 132.

asymmetrien.¹⁷⁰ Anders gesagt: Die Prinzipal-Agenten-Theorie erforscht die optimale Struktur vertraglicher Vereinbarungen unter gegebenen Informations- und sonstigen Beschränkungen.¹⁷¹ Es geht um ein Problem der Maximierung unter Nebenbedingungen.¹⁷²

4. Theorie unvollständiger Verträge

Seit den 1980er Jahren wandte sich die ökonomische Vertragstheorie zunehmend der Analyse langfristiger Verträge zu. Neben der Analyse von wiederholten Verhandlungen in langfristigen Vertragsbeziehungen¹⁷³ hat insbesondere die Theorie unvollständiger Verträge Bedeutung erlangt.¹⁷⁴ Ein vollständiger Vertrag im ökonomischen Sinne berücksichtigt jeden möglichen künftigen Umweltzustand mit seinen Folgen in effizienter Weise. Ergänzungen und An-

¹⁷⁰ Abstrakt betrachtet ist dies eines der hauptsächlichen Forschungsinteressen des Mechanismus-Designs, s. *Fudenberg/Tirole*, S. 243.

¹⁷¹ Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „Agency-Theorie“. Der Konflikt lässt sich niemals vollständig auflösen. In der großen Publikumsgesellschaft stimmen die Interessen der Unternehmensleitung beispielsweise niemals vollständig mit den Interessen der Anteilseigner überein. Die Unternehmensleitung erhält nämlich niemals die vollständigen marginalen Erträge besonders großer Anstrengungen; s. *Empt*, S. 165. Die Entwicklung der Prinzipal-Agenten-Theorie im gesellschaftsrechtlichen Bereich kann – wie die meisten Forschungsentwicklungen im Bereich der „corporate finance“ in den letzten 30 Jahren – als Antwort auf die *Modigliani-Miller*-Theoreme gesehen werden, die beiden Autoren den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften einbrachte. Nach dem ersten *Modigliani-Miller*-Theorem beeinflusst die Wahl der Kapitalstruktur unter gewissen Annahmen nicht den Unternehmenswert, s. *Modigliani/Miller*, *Am. Econ. Rev.* 48 (1958), 261; *Modigliani/Miller*, *Am. Econ. Rev.* 53 (1963), 433; Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „*Modigliani-Miller*-Theorem“; *Ruffner*, S. 144 f. Das Theorem trifft (unter anderem) nur auf Märkten zu, auf denen vollkommene Konkurrenz und keine Informationsasymmetrien herrschen. Die Untersuchung von Informationsasymmetrien durch die Prinzipal-Agenten-Theorie im Bereich der „corporate finance“ kann als Untersuchung aufgefasst werden, was passiert, wenn eine der Annahmen des *Modigliani-Miller*-Theorems gelockert wird. Ähnlich wie das damit verwandte *Coase*-Theorem (dazu unten Teil 2, Fn. 228) liegt die Bedeutung des *Modigliani-Miller*-Theorems weniger in der Aufstellung einer Irrelevanz-These, sondern in der Fokussierung auf die Annahmen, unter denen die Irrelevanz-These zutrifft. S. zum Ganzen *Jensen/Meckling*, *J. Fin. Econ.* 3 (1976), 305; *Smith* in: *Smith* (Hrsg.), S. 3, 10 f.; *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 1; s. a. *Heine/Röpke*, *RabelsZ* 70 (2006), 138, 152 f.

¹⁷² Dies trifft auf alle ökonomischen Vertragstheorien zu, s. *Richter/Furubotn*, S. 172. Allgemein zur Maximierung unter Nebenbedingungen s. die Nachweise in Teil 2, Fn. 61.

¹⁷³ Dazu *Bolton/Dewatripont*, S. 365 ff.; *Schwartz* in: *Werin/Wijkander* (Hrsg.), S. 76, 96 ff.; *Hviid* in: *Bouckaert/De Geest* (Hrsg.), S. 46, 48 f.

¹⁷⁴ Dazu allgemein *Hart* in: *Durlauf/Blume* (Hrsg.), S. 175; *Salanié*, S. 193 ff.; *Nicita/Pagano* in: *Backhaus* (Hrsg.), S. 145; *Schwartz* in: *Werin/Wijkander* (Hrsg.), S. 76; *Bolton/Dewatripont*.

passungen sind dann im Lauf der Zeit nicht notwendig.¹⁷⁵ Es besteht volle Rechtssicherheit, Vertragsgestaltung ist kein Problem.¹⁷⁶

Zwar hilft das Konzept des vollständigen Vertrags der ökonomischen Vertragstheorie, Eigenschaften von vertraglichen Beziehungen schärfer zu analysieren.¹⁷⁷ In der Realität kommt der modellhafte vollständige Vertrag aber nahezu nie vor.¹⁷⁸ Relevanter ist daher das Gegenkonzept. In einem unvollständigen Vertrag werden nicht alle möglichen Eventualitäten einer Vertragsentwicklung zwischen den Vertragsparteien geregelt. Die Unvollständigkeit kann auf unterschiedlichen Gründen beruhen.¹⁷⁹ So mag es zu kostspielig oder schlicht unmöglich sein, Vertragsklauseln für bestimmte unvorhersehbare oder unwahrscheinliche zukünftige Entwicklungen vorzusehen.¹⁸⁰ Oder die Durchsetzungskosten einer möglichen Vertragsklausel mögen so prohibitiv hoch sein, dass es sich nicht lohnt, die Klausel in den Vertrag aufzunehmen. All dies kann dazu führen, dass die Einhaltung von Vertragsklauseln durch Gerichte nicht über-

¹⁷⁵ *Holmström/Tirole* in: Schmalensee/Willig (Hrsg.), S. 61, 68; *Shavell*, S. 292; *Bolton/Dewatripont*, S. 36; *Schweizer*; S. 23; *Jickeli*, S. 48; *Hviid* in: Bouckaert/De Geest (Hrsg.), S. 46, 47. Zum unterschiedlichen Verständnis des Begriffs „unvollständiger Vertrag“ durch Ökonomen und Juristen s. *Ayres/Gertner*, 101 Yale L.J. 729, 730 (1992). Kritisch zu der Definition *Tirole*, *Econometrica* 67 (1999), 741, 743: „For all its importance, there is unfortunately no clear definition of ‚incomplete contracting‘ in the literature. While one recognizes one when one sees it, incomplete contracts are not members of a well-circumscribed family; at this stage an incomplete contract is rather defined as an *ad hoc* restriction on the set of feasible contracts in a given models.“ Das Erkenntnisinteresse der Literatur zu unvollständigen Verträge ist vom Erkenntnisinteresse der Prinzipal-Agenten-Theorie zu unterscheiden. Es gibt vollständige Verträge, die dennoch unter Prinzipal-Agenten-Problemen leiden; s. *Tirole*, *Econometrica* 67 (1999), 741, 754, 761; *Richter/Furubotn*, S. 171 ff.; *Hviid* in: Bouckaert/De Geest (Hrsg.), S. 46, 47.

¹⁷⁶ *Jickeli*, S. 48.

¹⁷⁷ *Shavell*, S. 292.

¹⁷⁸ Er mag unter anderem bei Termingeschäften und bei sofort vollzogenen Austauschgeschäften auftreten, s. *Jickeli*, S. 49; s. a. *Tirole*, *Econometrica* 67 (1999), 741.

¹⁷⁹ *Tirole*, *Econometrica* 67 (1999), 741, 743 f.; *Tirole*, *Industrial Organization*, S. 29; *Schwartz* in: Werin/Wijkander (Hrsg.), S. 76, 80. Einen vollständigen Überblick über die Gründe für unvollständige Verträge bieten *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 75 ff.

¹⁸⁰ Zur Unterscheidung zwischen vorhersehbaren Risiken, die wegen prohibitiv hoher Transaktionskosten nicht erfassbar sein mögen, und unvorhersehbaren Risiken, die überhaupt nicht erfasst werden können, s. *Ruffner*, S. 163. Aus Sicht des Mechanismus-Designs ist keineswegs klar, warum und unter welchen Bedingungen in solchen Situationen tatsächlich kein vollständiger Vertrag geschrieben werden kann. Dies rührt an den Grundfesten der Theorie unvollständiger Verträge. Lesenswert die Kritik von *Maskin/Tirole*, *Rev. Econ. Stud.* 66 (1999), 83; *Maskin/Moore*, *Rev. Econ. Stud.* 66 (1999), 39; *Tirole*, *Econometrica* 67 (1999), 741, 744, mit der Entgegnung von *Hart/Moore*, *Rev. Econ. Stud.* 66 (1999), 115. Angesichts solcher Debatten ist der Versuch von *Hart/Moore*, *Quart. J. Econ.* 103 (2008), 1, interessant, die ökonomische Vertragstheorie von beziehungspezifischen Investitionen und daraus resultierenden „hold up“-Problemen weg zu bewegen. Zu den Grundlagen des Mechanismus-Designs s. oben Teil 2, Fn. 167.

prüft werden kann. Solche Vertragsklauseln sind gerichtlich nicht durchsetzbar.¹⁸¹ In einem solchen Fall lohnt sich die Aufnahme der Klausel in den Vertrag nicht.¹⁸² Schließlich kann die Unvollständigkeit auf beschränkter Rationalität der Vertragspartner beruhen, die die zukünftige Vertragsentwicklung aufgrund kognitiver Einschränkungen nicht vollständig überblicken können.¹⁸³

Da solche Vertragslücken unvermeidbar sind, können sie von einer Vertragspartei nach Vertragsschluss opportunistisch ausgenutzt werden.¹⁸⁴ Hat ein Vertragspartner vor Vertragsschluss beziehungspezifische und beobachtbare, aber nicht verifizierbare Investitionen¹⁸⁵ getätigt, besteht die Gefahr, dass sich diese Investitionen durch das opportunistische Verhalten der gegnerischen Vertragspartei nach Vertragsschluss nicht lohnen. Es kommt zu einer so genannten „holdup“-Situation.¹⁸⁶ Der Vertragspartner, der eine beziehungspezifische Investition getätigt hat, mag ein solches opportunistisches Verhalten seiner gegnerischen Vertragspartei antizipieren und wird daher mitunter den Vertrag gar nicht abschließen.¹⁸⁷ Unvollständige Verträge können damit zu unterbliebenen Transaktionen und zu Wohlfahrtsverlusten führen.

¹⁸¹ Richter/*Furubotn*, S. 269.

¹⁸² *Shavell*, S. 299 ff.

¹⁸³ *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 75 f. Zu verhaltenswissenschaftlichen Verhaltensmodellen allgemein s. oben Teil 2, C.II.2, S. 22.

¹⁸⁴ Unter Opportunismus wird aus ökonomischer Sicht ein Verhalten einer Vertragspartei verstanden, durch das sie sich zu Lasten ihres Vertragspartners systematisch einen Vorteil zu sichern sucht; s. Richter/*Furubotn*, S. 154 f. Der Begriff Opportunismus in der Transaktionskostentheorie deckt sich weitgehend mit dem Begriff des moralischen Risikos in der Prinzipal-Agenten-Theorie, s. *Ruffner*, S. 134 Fn. 28; dazu unten oben Teil 2, C.IV.3, S. 35. Zu weiteren Gründen für unvollständige Verträge s. *Schwartz* in: Werin/Wijkander (Hrsg.), S. 76, 80 f.

¹⁸⁵ Beziehungsspezifische Investitionen sind Investitionen einer Vertragspartei, welche der Vertragspartei Kosten verursachen und die Produktivität der betreffenden Vertragsbeziehung erhöhen, aber außerhalb der Vertragsbeziehung einen geringeren Wert haben oder gar wertlos sind. Es handelt sich daher (zumindest teilweise) um versunkene Kosten; s. *Salanié*, S. 196. Beobachtbare, aber nicht verifizierbare Investitionen liegen vor, wenn die Investitionen zwar allen Parteien bekannt sind, sie aber – aus unterschiedlichen Gründen – nicht in einer durchsetzbaren Vertragsklausel erfasst werden können, weil kein Gericht oder sonstiger Dritter die Erfüllung einer solchen Vertragsklausel überprüfen könnte; s. *Salanié*, S. 194 f.; *Nicita/Pagano* in: Backhaus (Hrsg.), S. 145 f.; *Baird/Gertner/Picker*, S. 122 f.; *Schäfer/Ott*, S. 416; *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 68 f. Zu beziehungspezifischen Investitionen im gesellschaftsrechtlichen Zusammenhang allgemein verständlich *Schmidt/Weiß* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 113 f.; *Schmidt/Spindler* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 515, 529. Dazu auch unten Teil 3, bei Fn. 713.

¹⁸⁶ *Bolton/Dewatripont*, S. 38, 490 f.; *Fritsch/Wein/Ewers*, S. 292 ff.; *Nicita/Pagano* in: Backhaus (Hrsg.), S. 145, S. 148 f.; *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 84 ff.

¹⁸⁷ Plastisch *Hart/Moore*, *Quart. J. Econ.* 103 (2008), 1, 2: „A typical model in that literature goes as follows. A buyer and seller meet initially. Because the future is hard to anticipate, they write an incomplete contract. As time passes and uncertainty is resolved, the parties can and do renegotiate their contract, in a *Coasian* fashion, to generate an *ex post* efficient out-

Unvollständigkeiten treten insbesondere bei relationalen Verträgen auf. Dies sind Verträge, die sich nicht in einem einmaligen oder wiederholten Leistungsaustausch erschöpfen, sondern auf die intensive Zusammenarbeit einer Vielzahl von Beteiligten über längere Zeit ausgerichtet sind.¹⁸⁸ In komplexen Langzeitbeziehungen sind die genaue Zuweisung aller Rechte, Pflichten und Risiken und die genaue Präzisierung von Leistungsstandards im Zeitpunkt des Vertragsschlusses oftmals weder möglich noch zweckmäßig.¹⁸⁹

In einem solchen Umfeld muss *ex ante* ein Mechanismus festgelegt werden, anhand dessen entschieden wird, wie Vertragslücken zu schließen ist, die während der Laufzeit des Vertrags offensichtlich werden. Neben der Einbeziehung dritter Institutionen (wie einem Gericht oder einem Schiedsrichter) kann diese Aufgabe auch durch das Vertragsrecht selbst erfüllt werden.¹⁹⁰ Dann ist es die Aufgabe des Vertragsrechts, durch die Zuweisung von Verfügungsrechten („property rights“) die Gefahr opportunistischen Verhaltens durch die Vertragspartner zu bannen.¹⁹¹ Vertragsrecht regelt dann eher den Verhandlungsprozess zwischen den Vertragsparteien, als dass es materielle Regelungen zur Verfügung stellt.¹⁹²

In diesem Zusammenhang ist die Theorie residualer Verfügungsrechte von *Sanford Grossman*, *Oliver Hart* und *John Moore*¹⁹³ – auch „property rights theory“ genannt – von grundlegender Bedeutung. Danach werden in einem unvollständigen Vertrag jene zukünftigen Entwicklungen, die vorhersehbar sind und bei deren vertraglicher Erfassung keine hohen Transaktionskosten anfallen, von den Vertragsparteien im Vertrag geregelt. Bezüglich aller anderen zukünftigen Entwicklungen weist der Vertrag Lücken auf. Hier muss das Ver-

come. However, as a consequence of this renegotiation, each party shares some of the benefits of prior (noncontractible) relationship-specific investments with the other party. Recognizing this, each party underinvests *ex ante*. The literature studies how the allocation of asset ownership and formal control rights can reduce this underinvestment.“

¹⁸⁸ *Empt*, S. 153; *Ruffner*, S. 162 Fn. 122. Beispiele relationaler Verträge sind Gesellschafts-, Franchising-, Joint-Venture-, Arbeits- und vertikale Vertriebsverträge, s. *Ruffner*, S. 163 Fn. 127. Zum Gesellschaftsrecht s. unten Teil 3, bei Fn. 692. Allgemein zu relationalen Verträgen s. *Hviid* in: Bouckaert/De Geest (Hrsg.), S. 46.

¹⁸⁹ *Empt*, S. 153.

¹⁹⁰ *Tirole*, *Industrial Organization*, S. 29 ff. Zu anderen Lösungsmöglichkeiten s. *Nicita/Pagano* in: Backhaus (Hrsg.), S. 145, S. 152 ff.

¹⁹¹ *Ruffner*, S. 134. Dabei ist zu beachten, dass die Zuweisung von Verfügungsrechten Verhandlungen zwischen den Vertragsparteien nicht ausschließt, sondern nur die Verhandlungspositionen verändert. Eines der Ziele der Forschung zu unvollständigen Verträgen ist es zu untersuchen, welche Auswirkungen unterschiedliche Zuweisungen von Verfügungsrechten auf Gewinnverteilung und Anreize haben; s. *Tirole*, *Industrial Organization*, S. 30 f.

¹⁹² *Ruffner*, S. 162.

¹⁹³ Die Theorie residualer Verfügungsrechte wurde von *Grossman*, *Hart* und *Moore* entwickelt und baut auf den Arbeiten von *Oliver Williamson* auf; s. *Williamson*; *Williamson*, J. L. *Econ. & Organ.* 4 (1988), 65; *Williamson*, J. *Fin.* 18 (1988), 567; *Grossman/Hart*, J. *Pol. Econ.* 94 (1986), 691, 692; *Hart*, S. 30; s. a. *Milgrom/Roberts*, S. 289.

tragsrecht als Lückenfüller eingreifen. Es muss für alle nicht geregelten Entwicklungen einer Vertragspartei ein residuales Verfügungsrecht („residual control right“) zuweisen. Das residuale Verfügungsrecht ermächtigt den Rechtsinhaber, hinsichtlich der betreffenden Ressource alle Entscheidungen zu treffen, die nicht explizit durch Vertrag oder Gesetz geregelt sind.¹⁹⁴ Residuale Verfügungsrechte und darauf aufbauende Vertragsverhandlungen schließen die Lücken in unvollständigen Verträgen.¹⁹⁵

5. Schlussbemerkung

Dieser kurze Abriss zeigt, dass die ökonomische Vertragstheorie ein vielfältiges Instrumentarium zur Analyse von ökonomischen Problemkonstellationen entwickelt hat, die in Vertragsbeziehungen entstehen. Dennoch ist der Wert der ökonomischen Vertragstheorie innerhalb der Rechtsökonomie umstritten.¹⁹⁶ Nicht immer sind die Probleme, mit denen sich die ökonomische Vertragstheorie beschäftigt, auch die juristisch relevanten Probleme.¹⁹⁷ Darauf ist noch zurück zu kommen.¹⁹⁸

V. Modellierende, empirische und experimentelle Rechtsökonomie

Die Darstellung der Grundlagen ökonomischer Verhaltensmodelle sowie der Wohlfahrts- und Vertragstheorie mag den Eindruck vermitteln, die ökonomische Analyse des Rechts konzentrierte sich auf eine Erfassung juristisch relevanter Fragestellungen in abstrakten ökonomischen Modellen. Der Methodenkanon der modernen Rechtsökonomie ist jedoch viel breiter.

¹⁹⁴ *Milgrom/Roberts*, S. 289; *Hart*, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1765 (1989); *Ruffner*, S. 135.

¹⁹⁵ Zu dieser Funktion von Gesetzgebung und Rechtsprechung (Rekonstruktion des vollständigen Vertrags) s. *Schäfer/Ott*, S. 403 ff. Dazu im gesellschaftsrechtlichen Zusammenhang s. unten Teil 3, bei Fn. 696 ff.; s. weiterhin *Ruffner*, S. 135. Kritisch zum Stand der Theorie unvollständiger Verträge *Tirole*, *Econometrica* 67 (1999), 741: „Incomplete contracting arguably underlies some of the most important questions in economics and some other social sciences, and unquestionably has been left largely unexplored and poorly understood“; s. a. *Jickeli*, S. 49.

¹⁹⁶ Kritisch zur Relevanz der ökonomischen Vertragstheorie für die juristische Diskussion *Schwartz* in: *Werin/Wijkander* (Hrsg.), S. 76; *Posner*, 112 Yale L.J. 829 (2003), mit Entgegnungen von *Ayres*, 112 Yale L.J. 881 (2003), und *Craswell*, 112 Yale L.J. 903 (2003). Auch innerhalb der Ökonomie sind manche der dargestellten Theorien umstritten. Zur Kritik an der Theorie unvollständiger Verträge s. die Nachweise oben Teil 2, in Fn. 180, 195.

¹⁹⁷ Paradigmatisch *Bolton/Dewatripont*, die in ihrer Einführung zum führenden Lehrbuch der Vertragstheorie auf S. 3 meinen: „... throughout this book we shall assume away most of the problems legal scholars, lawyers, and judges are concerned with in practice and concentrate only on the economic aspects of the contract.“

¹⁹⁸ Dazu unten Teil 3, bei Fn. 815, sowie Teil 4, bei Fn. 17 ff.

Seit den 1940er Jahren gewann die Ökonometrie innerhalb der Ökonomie zunehmend an Bedeutung.¹⁹⁹ Die empirische Analyse ökonomischer Phänomene unter Verwendung statistischer Daten und Methoden gehört heutzutage zum Standardinstrumentarium eines Ökonomen. Mit einer zeitlichen Verzögerung hat dieses Instrumentarium auch Einzug in die ökonomische Analyse des Rechts gehalten. Heute sind empirische Untersuchungen gerade im rechtsökonomisch orientierten gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Diskurs weit verbreitet.²⁰⁰ Aber auch in anderen Rechtsgebieten dehnt sich die empirische rechtsökonomische Forschung aus.²⁰¹ Das Anliegen dieser Methode ist es, Hypothesen, die in ökonomischen Modellen formuliert wurden, anhand empirischer Daten auf ihre Validität zu untersuchen.

Seit den 1950er Jahren begannen Ökonomen auch, auf experimentelle Methoden zurück zu greifen.²⁰² Während sich die Experimentalökonomie inzwischen zu einem breiten Forschungsweig entwickelt hat,²⁰³ dauerte die Rezeption innerhalb der Rechtsökonomie länger. In den 1960er und 1970er Jahren wandte die Rechtsökonomie Grundprinzipien der Mikroökonomie auf juristische Fragestellungen an. In den 1980er und 1990er Jahren berücksichtigte sie Erkenntnisse der Spieltheorie.²⁰⁴ Die experimentelle Methode hat erst in den letzten Jahren innerhalb der Rechtsökonomie eine gewisse Verbreitung und Anerkennung gefunden.²⁰⁵ Auch hier ist ein Anliegen, Hypothesen, welche in

¹⁹⁹ Zur geschichtlichen Entwicklung der Ökonometrie s. *Söllner*, S. 259 ff.

²⁰⁰ *Fleischer*, ZGR 2007, 500, 504; *Eidenmüller*, JZ 2007, 487, 491 f. Grundlegend für den Bereich „law and finance“ *La Porta u.a.*, J. Pol. Econ. 106 (1998), 1113, mit detaillierter, empirisch fundierter Kritik in *Spamann*; s.a. *Siems/Lele*, ZHR 173 (2009), 119. Zu einem Beispiel empirischer Untersuchungen s. unten Teil 3, D.II.2.c)cc(10), S. 245.

²⁰¹ Exemplarisch zum Vertragsrecht s. *Marotta-Wurgler*, J. Empirical Legal Stud. 4 (2007), 677. S. allgemein die im Journal of Empirical Legal Studies veröffentlichten Beiträge.

²⁰² Grundlegend *Smith*, J. Pol. Econ. 70 (1962), 111; s.a. *Smith* in: Durlauf/Blume (Hrsg.), S. 163; *Kagel/Roth* (Hrsg.). *Vernon Smith*, einer der Begründer der experimentellen Ökonomie, erhielt im Jahr 2002 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften.

²⁰³ Zur Funktion von Experimenten innerhalb der Ökonomie s. *Smith*, Am. Econ. Rev. 72 (1982), 932. Zur weiteren methodischen Debatte innerhalb der Ökonomie s. nur *Rubinstein*, Eur. Econ. Rev. 45 (2001), 615; *Rubinstein*, Econometrica 74 (2006), 865.

²⁰⁴ Die Spieltheorie ist eine mathematische Methode, die das Entscheidungsverhalten in Situationen strategischer Interaktion modelliert, bei denen also der Erfolg des Einzelnen nicht nur vom eigenen Handeln, sondern auch von den Aktionen anderer abhängt. Diese Situationen werden als Spiele modelliert, deren Teilnehmer werden als Spieler bezeichnet. Einführungen in die Spieltheorie finden sich in *Gabler Wirtschaftslexikon*, Eintrag zu „Spieltheorie“; *Rieck*; *Gibbons*; *Rasmusen*; *Straffin*; *Fudenberg/Tirole*. Eine Einführung aus rechtsökonomischer Perspektive bieten *Baird/Gertner/Picker*.

²⁰⁵ *Camerer/Talley* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 1619, 1621 f. Frühe und wichtige Vorläufer finden sich allerdings bei *Hoffman/Spitzer*, J. L. & Econ. 25 (1982), 73; *Hoffman/Spitzer*, 85 Colum. L. Rev. 991 (1985). Zur Einführung in die experimentelle Rechtsökonomie s. *Camerer/Talley* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 1619; *Arlen/Talley* in: *Arlen/Talley* (Hrsg.), S. xv; *Croson*, 2002 U. Ill. L. Rev. 921; *Hoffman/Spitzer*, 85 Colum. L. Rev. 991 (1985). Zu

einem ökonomischen Modell formuliert wurden, auf ihre Validität zu untersuchen.²⁰⁶

Im Vergleich zu anderen Validierungsmethoden bietet die experimentelle Methode den Vorteil, genaue Spezifikationen eines theoretischen Modells abbilden und dadurch unnötiges „Rauschen“ ausschließen zu können.²⁰⁷ Im Vergleich zu empirischen Untersuchungen können in Experimenten unnötige Randbedingungen, die die Aussage des theoretischen Modells nicht berühren, ausgeblendet werden.²⁰⁸ Ist das Experiment richtig ausgestaltet, können Ursache und Wirkung klar identifiziert und miteinander in Verbindung gebracht werden. So können Kausalbeziehungen nachgewiesen werden. Kann ein theoretisches Modell unter diesen Bedingungen nicht bestätigt werden, spricht einiges dafür, dass es unter den komplexeren Bedingungen der Realität auch nicht zutreffen wird.²⁰⁹ Experimente können damit ein wichtiges Bindeglied zwischen theoretischer Modellierung und empirischer Betrachtung der realen Umwelt darstellen.²¹⁰

Im Idealfall ergänzen sich in der modernen Rechtsökonomie modelltheoretische, empirische und experimentelle Untersuchungen eines juristischen Problems zu einer umfassenden sozialwissenschaftlichen Analyse desselben.²¹¹

VI. Gründe für zwingendes Vertragsrecht

Rafft man diesen kurzen Überblick über die relevanten Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts zusammen, so zeigen sich aus dieser Perspektive vier Gründe für die Existenz zwingenden Vertragsrechts.²¹² Im Wesentlichen spiegeln sich die oben dargestellten Kategorien des Marktversagens wider.²¹³

Beispielen experimenteller rechtsökonomischer Forschung s. unten Teil 3, C.II.3.a), S. 110, und Teil 3, D.II.2.c)cc)(8), S. 223.

²⁰⁶ Daneben kann die experimentelle Methode in der Rechtsökonomie auch zu anderen Zwecken eingesetzt werden; dazu *Hoffman/Spitzer*, 85 Colum. L. Rev. 991, 993 ff. (1985); *Camerer/Talley* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 1619, 1624 ff.; *Croson*, 2002 U. Ill. L. Rev. 921, 925 ff.

²⁰⁷ Zu Grenzen der experimentellen Methode s. unten Teil 4, A.II, S. 321.

²⁰⁸ Die Hoffnung des experimentellen Ansatzes ist, dass der daraus resultierende Verlust an Detailtiefe durch einen Gewinn an Aussagekraft des Experiments zumindest ausgeglichen wird, *Hoffman/Spitzer*, 85 Colum. L. Rev. 991, 992 (1985).

²⁰⁹ *Hoffman/Spitzer*, 85 Colum. L. Rev. 991, 993 f., 1003 ff. (1985); *Croson*, 2002 U. Ill. L. Rev. 921, 922, 942; *Tor*, J. Inst. & Theor. Econ. 163 (2007), 26.

²¹⁰ *Croson*, 2002 U. Ill. L. Rev. 921, 922.

²¹¹ Zur Frage, inwiefern dieses Ideal beim gegenwärtigen Stand der Methoden erreichbar ist, s. unten Teil 4, A, S. 311.

²¹² Zu der allgemeineren Frage der ökonomischen Funktionen des Vertragsrechts insgesamt s. *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 179 ff. Zur rechtsökonomischen Legitimation dispositiven Vertragsrechts s. unten Teil 3, D.II.2.c)cc), S. 203.

²¹³ Dazu oben Teil 2, C.III.3, S. 29. Einen Überblick geben *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 30 ff. Zu dieser Betrachtungsweise auch *Craswell*, 60 U. Chi. L. Rev. 1, 63 (1993).

Führen Verträge erstens zu negativen *externen Effekten*²¹⁴ bei Dritten, werden diese durch zwingendes Vertragsrecht von den Vertragsparteien internalisiert.²¹⁵ Prohibitiv hohe Transaktionskosten²¹⁶ können in einem solchen Fall die Einbeziehung der Dritten in den Vertrag verhindern.²¹⁷ Verhindern zweitens *Informationsasymmetrien*²¹⁸ einen effizienten Vertragsschluss, versucht zwingendes Vertragsrecht, diese Informationsasymmetrien zu lindern oder zu beheben.²¹⁹ Verfügt in einer Vertragsbeziehung eine Vertragspartei drittens über *Marktmacht*,²²⁰ versucht das Kartellrecht, die negativen Auswirkungen auf die Allokationseffizienz zu lindern.²²¹ Zwingendes Vertragsrecht kann viertens Nachteile ausgleichen, die durch die *beschränkte Rationalität*²²² von Vertragsparteien entstehen.²²³ Dies wirft die Frage auf, wie weit paternalistische Gesetzgebung reichen sollte.

Dagegen stehen Vertreter der ökonomischen Analyse des Vertragsrechts den Versuchen kritisch gegenüber, durch zwingendes Vertragsrecht zwischen verschiedenen Marktteilnehmern Ressourcen umzuverteilen. Dies hat einerseits

²¹⁴ Allgemein zu externen Effekten s. oben Teil 2, bei Fn. 131.

²¹⁵ *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 30 ff. Werden negative externe Effekte durch zwingendes Vertragsrecht aufgefangen, werden diese in der Preisbildung berücksichtigt und beeinflussen als Restriktionen die Handlungsalternativen. Zum Konzept der Internalisierung externer Effekte s. *Cooter/Ulen*, S. 174. Zu positiven externen Effekten in Form von Netzwerkeffekten s. unten Teil 3, D.II.2.c)cc(5), S. 207. Externe Effekte, die durch Verträge entstehen, können auch durch andere Regulierungsmechanismen als zwingendes Vertragsrecht bewältigt werden, beispielsweise durch Steuern, s. *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 30. Sie können auch außerhalb des Rechts bewältigt werden; zu sozialen Normen als Mechanismus zur Bewältigung externer Effekte s. *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 312 f.

²¹⁶ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 132 ff.

²¹⁷ *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 30 ff.

²¹⁸ Allgemein zu Informationsasymmetrien s. oben Teil 2, bei Fn. 134.

²¹⁹ *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 34 ff. Auch kann zwingendes Vertragsrecht bei asymmetrischer Informationsverteilung exzessive, wohlfahrtsmindernde Signalisierungsstrategien verhindern; s. *Aghion/Hermalin*, J. L. Econ. & Organ. 6 (1990), 381; dazu auch *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 34 ff.; *Heine/Röpke*, *RabelsZ* 70 (2006), 138, 154 ff. Allgemein zur Signalisierung s. oben Teil 2, bei Fn. 155. Zur informationsinduzierenden Wirkung von zwingendem Vertragsrecht am Beispiel des Problems sich widersprechender allgemeiner Geschäftsbedingungen s. *Baird/Weisberg*, 68 Va. L. Rev. 1217 (1982); *Katz*, 89 Mich. L. Rev. 215, 272 ff. (1990); *Ben-Shabar*, Intern. Rev. L. & Econ. 25 (2005), 350. Zur verwandten informationsinduzierenden Wirkung von dispositivem Vertragsrecht s. unten Teil 3, D.II.2.c)cc(7)(a), S. 215.

²²⁰ Allgemein zu dieser Kategorie s. oben Teil 2, bei Fn. 140 ff.

²²¹ *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 31, 39 ff.; exemplarisch *Aghion/Bolton*, Am. Econ. Rev. 77 (1987), 388.

²²² Zu verhaltenswissenschaftlichen Verhaltensmodellen im Allgemeinen s. oben Teil 2, C.II.2, S. 22.

²²³ *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 40 ff.; *Eisenberg*, 47 Stan. L. Rev. 211 (1995); *Eisenberg* in: Newman (Hrsg.), S. 282; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216.

mit dem Zweiten Hauptsatz der Wohlfahrtstheorie zu tun.²²⁴ Es hat andererseits mit der Tatsache zu tun, dass Verträge von den Parteien freiwillig abgeschlossen werden, so dass es oftmals schwierig sein kann, durch Vertragsrecht Umverteilungsmaßnahmen mit einer klaren Zielrichtung zu implementieren. Insbesondere wird es einer Vertragspartei, die durch eine Vorschrift des zwingenden Vertragsrechts belastet ist, oftmals gelingen, die dadurch entstehenden Kosten auf ihren Vertragspartner abzuwälzen.²²⁵ Dies verwässert die intendierte Umverteilungsmaßnahme.

Insgesamt sind Vertreter der ökonomischen Analyse gegenüber zwingendem Vertragsrecht oftmals kritisch eingestellt.²²⁶ Dies liegt teilweise daran, dass Marktversagen im Vergleich zu anderen Rechtsgebieten im klassischen Vertragsrecht eine geringere Rolle spielen mag.²²⁷ Es kann auch an einer strengen Interpretation des *Coase*-Theorems²²⁸ liegen.²²⁹ Es mag schließlich auch an den politisch konservativen Ansichten liegen, die manche Vertreter der rechtsökonomischen Analyse in den USA einen.

²²⁴ Dazu oben Teil 1, Fn. 47, sowie Teil 2, Fn. 112. Allerdings ist zu beachten, dass die Annahmen, die dem Zweiten Hauptsatz zugrunde liegen, in der Realität häufig verletzt sein werden. Dann werden Allokations- und Verteilungsfragen vermischt, *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 46.

²²⁵ Ob und in welchem Umfang dies möglich ist, hängt von den spezifischen Marktgegebenheiten, insbesondere der Angebots- und Nachfrageelastizität, ab; s. dazu allgemein *Craswell*, 43 *Stan. L. Rev.* 361 (1991); *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 46; *Ramsay* in: Newman (Hrsg.), S. 410, 413; *Craswell*, 60 *U. Chi. L. Rev.* 1, 29 ff. (1993); beachte aber *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 *Stan. L. Rev.* 1471, 1505 ff. (1998). Das Problem stellt sich insbesondere bei sozialpolitisch motivierten oder dem Verbraucherschutz dienenden zwingenden Vorschriften des Vertragsrechts, s. *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 295 ff., dort auch zur fehlenden Präzision des Zivilrechts als Umverteilungsinstrument. S. weiterhin *Mankowski*, S. 1146. Allgemein zur Umverteilung durch privatrechtliche Normen *Fastrich* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1071; *Hopt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 246, 251 („In a market economy, the contract is not a general vehicle for distributive justice“); *Ruffner*, S. 46 ff.

²²⁶ *Aghion/Hermalin*, *J. L. Econ. & Organ.* 6 (1990), 381.

²²⁷ Dazu *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 13.

²²⁸ Das *Coase*-Theorem ist für die Transaktionskostenökonomie und weite Teile der Rechtsökonomie grundlegend. Es besagt, dass in einer Gesellschaft mit eindeutig spezifizierten und frei übertragbaren Verfügungsrechten sowie keinen Transaktionskosten die endgültige Ressourcenallokation unabhängig von der originären Zuteilung der Verfügungsrechte immer identisch und *Pareto*-optimal ist; *Coase*, *J. L. & Econ.* 3 (1960), 1. Näher zum *Coase*-Theorem unten Teil 3, bei Fn. 1111 ff.; zur Bedeutung auch oben Teil 2, Fn. 171.

²²⁹ Zur Folgerung aus dem *Coase*-Theorem, dass staatliche Interventionen in die Vertragsfreiheit zu unterbleiben haben, weil sie die Gesamtwohlfahrt nicht steigern können, s. *Hermalin/Katz/Craswell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 3, 25 f.; *Aghion/Hermalin*, *J. L. Econ. & Organ.* 6 (1990), 381.

Teil 3

Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts anhand von Beispielen

A. Einführung

Die vorliegende Untersuchung will einen rechtsökonomisch fundierten Beitrag zu einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts leisten. Vor diesem Hintergrund lassen sich unterschiedliche Grenzen identifizieren, jenseits derer zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument versagt.

Es zeigt sich, dass zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument erstens versagt, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel tatsächlich nicht eintritt, weil das Regulierungsinstrument zur Erreichung des Ziels ungeeignet ist (unten Teil 3, B, S. 48). Zweitens kann zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument an Grenzen stoßen, weil es zu unbeabsichtigten Nebenfolgen führt (unten Teil 3, C, S. 92). Drittens kann die Schaffung zwingenden Vertragsrechts unnötig sein, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel durch andere Regulierungsinstrumente mit vergleichbarer Wirksamkeit erzielt werden kann (unten Teil 3, D, S. 118). Viertens kann zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument an Grenzen stoßen, wenn angesichts sehr heterogener Regelungsadressaten ein Regulierungsinstrument mit großem Detailgrad notwendig ist (unten Teil 3, E, S. 265).

Wie schon dargelegt, will die vorliegende Untersuchung weniger in die Breite als anhand ausgewählter Beispiele exemplarisch in die Tiefe gehen.¹ Daher analysiert der vorliegende Teil die Tragweite der genannten vier Kategorien anhand jeweils eines konkreten Beispiels aus dem allgemeinen Zivilrecht, dem Verbraucherschutzrecht sowie dem Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und Bankrecht. Im vierten Teil wird sich die Untersuchung der Frage widmen, welche Lehren aus diesen exemplarischen Analysen für eine interdisziplinär fundierte Rechtswissenschaft im Allgemeinen (unten Teil 4, A, S. 311) und eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts im Besonderen (unten Teil 4, B, S. 331) ziehen lassen.

¹ Dazu oben Teil 1, C, S. 8.

B. Das Regulierungsziel wird nicht erreicht

I. Einführung

Zwingendes Vertragsrecht stößt als Regulierungsinstrument an seine Grenzen, wenn das Ziel, welches mit der gesetzgeberischen Regulierung erreicht werden soll, nicht erreicht werden kann. Verschiedene Anschauungsbeispiele sind ersichtlich. So wirft die empirische Beobachtung, dass nur hinsichtlich 0,63 % aller im Direktvertrieb² verkauften Waren und Dienstleistungen ein Widerrufsrecht ausgeübt wird,³ die Frage auf, ob ein Widerrufsrecht die besonderen Probleme von Haustürgeschäften überhaupt adressieren kann.⁴ Im Folgenden soll ein weiteres Beispiel aus dem Verbraucherschutzrecht näher untersucht werden. Das Beispiel steht einerseits im Zentrum heutiger privatrechtlicher Forschung. Andererseits wurden die verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Implikationen⁵ noch nicht vollständig durchdacht. Es geht um die Grenzen des Informationsmodells.

II. Grenzen des Informationsmodells

1. Einführung

Wie eingangs dargestellt, baut die gesetzgeberische Ausgestaltung des Privatrechts auf einem Ordnungsmodell gesellschaftlicher Wirklichkeit auf, in dem deskriptive und normative Elemente miteinander verzahnt sind. In der deutschen rechtswissenschaftlichen Debatte wurde in den letzten Jahren insbesondere das Informationsmodell als großes Gegenkonzept zum Sozialmodell entworfen.⁶

² Darunter fällt der persönliche Verkauf an den Verbraucher in der Wohnung oder am Arbeitsplatz sowie in wohnungsnaher oder wohnungsähnlicher Umgebung durch einen Vertreter und Ähnliches.

³ So jedenfalls der *Bundesverband Direktvertrieb Deutschland*, S. 75, hinsichtlich der Widerrufsquote bei seinen Mitgliedern im Jahr 2006. In den 1980er Jahren lag die Widerrufsquote bei Haustürgeschäften aufgrund vertraglich eingeräumter Widerrufsrechte (also vor Einführung eines gesetzlichen Widerrufsrechts) bei 1,8 %, s. Bundesrat, BT-Drs. 10/2876 vom 15.2.1985, S. 1, 7 f.; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 221; *Wicke*, GPR 2005, 106, 107; *Rehberg* in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), S. 284, 341 m.w.N. Zur Erklärung wird insbesondere auf das Konzept kognitiver Dissonanzen verwiesen, s. *Ramsay* in: *Howells/Janssen/Schulze* (Hrsg.), S. 47, 55; *Ramsay* in: *Newman* (Hrsg.), S. 410, 412; *Kind*, S. 474 ff., 515 ff.; *Hanson/Kysar*, 74 N.Y.U. L. Rev. 630, 658 (1999); *Latin*, 41 UCLA L. Rev. 1193, 1234 f. (1994). Zur deutlich höheren Widerrufsquote bei Fernabsatzgeschäften s. unten Teil 3, bei Fn. 309 ff.; zum allgemeinen Unterschied zwischen gesetzlich und vertraglich eingeräumten Widerrufsrechten s. unten Teil 3, C.II, S. 93.

⁴ *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 221 f., schlägt die Umgestaltung des Widerrufs- in ein Bestätigungsrecht vor; s. weiterhin *Wicke*, GPR 2005, 106, 107 f.

⁵ Zu diesem Begriff s. oben Teil 1, bei Fn. 29.

⁶ Dazu oben Teil 2, B.II, S. 16.

Diese Bildung einer Dichotomie zwischen Sozial- und Informationsmodell ist nur teilweise berechtigt. Sie ist insofern unberechtigt, als das gesetzgeberische Instrument zur Implementierung von Sozial- und Informationsmodell identisch ist. Der Gesetzgeber implementiert beide Modelle mit Hilfe zwingenden Vertragsrechts. Das Sozialmodell ist ein klassisches Beispiel zwingenden Vertragsrechts. Aber auch im Informationsmodell spielt zwingendes Vertragsrecht eine zentrale Rolle. Informationspflichten sind selbst regelmäßig zwingend ausgestaltet und können nicht vertraglich abbedungen werden. Damit ist auch das Informationsmodell eine Spielart zwingenden Vertragsrechts.⁷

Die Bildung einer Dichotomie zwischen Sozial- und Informationsmodell ist aber insofern berechtigt, als sich die gesetzgeberische Zielrichtung beider Modelle grundsätzlich unterscheidet. Im Sozialmodell werden gesetzgeberische Ziele durch zwingende materielle Vorschriften des Vertragsrechts implementiert. Im Informationsmodell wird der Inhalt eines Vertrags keiner materiellen Kontrolle unterworfen. Es wird auf eine Aufklärung der Vertragsparteien gesetzt.

Auf Grundlage dieses Unterschieds untersucht die deutsche Privatrechtswissenschaft die relativen Vor- und Nachteile beider Modelle. Regelmäßig wird auf drei Vorzüge des Informationsmodells hingewiesen. Der erste Vorzug beruht auf einem pragmatischen Argument. Die gesetzliche Verankerung von Informationspflichten lässt sich im politischen Prozess oftmals leichter durchsetzen als Belastungen von Marktteilnehmern durch materiell beschränkendes zwingendes Vertragsrecht im Sinne des Sozialmodells.⁸

Der zweite Vorzug des Informationsmodells beruht auf einem ökonomischen Argument aus der Theorie des Systemwettbewerbs. Die Verankerung des Informationsmodells im europäischen Recht kann zum Systemwettbewerb zwischen verschiedenen nationalen Gesetzgebern führen, da Marktteilnehmer aufgrund der Informationspflichten über Unterschiede in den nationalen Rechtsordnungen umfassend und einfach informiert werden.⁹

⁷ Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1194, 1202; Merkt, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 52; Grundmann, DStR 2004, 232, 233; Grundmann, JZ 2000, 1133, 1135, 1137; Grundmann/Kerber/Weatherill in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 3, 7; Wendlandt, VuR 2004, 117, 119.

⁸ Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1201 f.; Rehberg in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284, 350; Ramsay in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47, 51; Bar-Gill, S. 43; Howells, J. L. & Soc'y 32 (2005), 349, 352.

⁹ Dieser Aspekt des Informationsmodells lässt sich am besten im europäischen Gesellschaftsrecht seit der Centros-Entscheidung des EuGH beobachten; Merkt, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 52; Grundmann, JZ 2000, 1133, 1142 f.; Grundmann in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 61, 66 f.; Grohmann, S. 15 ff. Näher zum Informationsmodell im europäischen Gesellschaftsrecht s. unten Teil 3, bei Fn. 41 ff. Allgemein zur Debatte um den Systemwettbewerb s. Müller, Systemwettbewerb; Monopolkommission.

Am bedeutsamsten ist der dritte Vorzug des Informationsmodells. Im Gegensatz zu der Materialisierung von Schutzkonzepten im Sozialmodell¹⁰ überlässt das Informationsmodell den Vertragsparteien ein Höchstmaß an inhaltlicher Gestaltungsfreiheit.¹¹ Die Lösung eines Interessenkonflikts zwischen Vertragsparteien wird nicht zwingend vom Gesetzgeber vorgegeben, sondern der informierten Entscheidung der Parteien überantwortet.¹²

Daraus wird üblicherweise hergeleitet, dass das Informationsmodell im Vergleich zum Sozialmodell stärker der Verwirklichung der Privatautonomie dient.¹³ Oftmals greift das Informationsmodell weniger stark in die Privatautonomie der Vertragsparteien ein. Dann stellt es ein weniger einschneidendes Regulierungsinstrument dar.¹⁴ Können gesetzgeberische Ziele auch durch das Informationsmodell erreicht werden, kann eine Rechtsetzung im Sinne des Sozialmodells nicht erforderlich sein.¹⁵

Die rechtswissenschaftliche Debatte zum Informationsmodell konzentriert sich regelmäßig auf die Frage, unter welchen Voraussetzungen vom Sozial- zum Informationsmodell übergegangen werden sollte, wann also materielle Inhaltskontrolle durch formale Informationspflichten substituiert werden kann.¹⁶ Eine befriedigende Abgrenzung von Sozial- und Informationsmodell ist nur auf der Grundlage eines umfassenden Institutionenvergleichs beider Modelle möglich. Ein solcher Vergleich steht sowohl aus juristischer als auch aus rechtsökonomischer Perspektive noch aus.¹⁷ Der rechtswissenschaftliche Diskurs hat bisher keine verlässlichen Kriterien herausgearbeitet, anhand derer beurteilt

¹⁰ Dazu *Drexl*, S. 40 ff.; s. a. *Canaris*, AcP 200 (2000), 273.

¹¹ *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 52; *Grundmann*, DStR 2004, 232, 233; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1137, 1143; *Grundmann* in: Schneider u. a. (Hrsg.), S. 61, 66; *Grundmann/Kerber/Weatherill* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 3, 7.

¹² *Grundmann*, NJW 2000, 14, 18; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1135; *Merkt*, ECFR 2004, 3, 14; *Hopt* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 104, 109; *Grundmann/Möslein* in: Bayer/Habersack (Hrsg.), S. 31, 103; *Grundmann/Kerber/Weatherill* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 3, 36; *Möslein*, S. 243; *Drexl*, S. 26 f.

¹³ *Grundmann/Kerber/Weatherill* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 3; *Grundmann/Kerber* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 264; *Hopt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 246, 249; s. a. *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 205 f.; *Rehberg*, S. 137 ff.; *Howells*, J. L. & Soc'y 32 (2005), 349, 355; *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 303. *Bydlinski*, AcP 204 (2004), 309, 362, meint, dass das Informationsmodell geradezu die Privatautonomie garantiert.

¹⁴ *Hopt* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 104, 109; *Hopt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 246, 249; *Grundmann*, NJW 2000, 14, 18; *Grohmann*, S. 126, 367; *Drexl*, S. 451; *Bar-Gill*, 73 U. Chi. L. Rev. 33, 54 Fn. 45 (2006).

¹⁵ Zur Bedeutung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes in diesem Zusammenhang s. unten Teil 4, B.II.2, S. 334.

¹⁶ *Merkt*, ECFR 2004, 3, 13 ff.; *Merkt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 231; *Grunewald*, AcP 190 (1990), 609, 616 ff.; *Dauner-Lieb*, S. 76 f. Plastisch *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24: „Substitution der Regulierung durch Information.“

¹⁷ *Merkt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 231, 244 f.; *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1195, mit sehr hilfreichen Ausführungen im folgenden Text.

werden kann, wann ein Übergang vom Sozialmodell zum Informationsmodell angezeigt ist.¹⁸

Dies mag daran liegen, dass bestimmte Vorfragen unbeantwortet geblieben sind. Bevor man die Frage beantworten kann, unter welchen Voraussetzungen vom Sozial- auf das Informationsmodell übergegangen werden kann, muss untersucht werden, unter welchen Voraussetzungen das Informationsmodell überhaupt ein geeignetes Regulierungsinstrument ist. Eine umfassende Untersuchung der Funktionsbedingungen des Informationsmodells fehlt bislang.¹⁹

Oftmals werden im Vergleich zwischen Sozial- und Informationsmodell die Vorzüge des Informationsmodells gepriesen, ohne auf dessen Nachteile und Grenzen hinzuweisen. Anhand eines konkreten Beispiels aus dem Verbraucherschutzrecht will die Untersuchung im weiteren Verlauf Funktionsbedingungen des Informationsmodells analysieren. Abstrakt betrachtet geht es um die Frage, unter welchen Bedingungen der Gesetzgeber das Informationsmodell als Regulierungsinstrument im Vertragsrecht einsetzen kann und wann er auf andere Regulierungsinstrumente ausweichen muss.²⁰ Erst wenn die Bedin-

Ansätze für eine rechtsökonomische Analyse finden sich unter anderem bei *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol’y 21 (1998), 131; *Rehberg* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284.

¹⁸ *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1196; s. a. *Grunewald*, AcP 190 (1990), 609, 617 f.

¹⁹ *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 55; *Merkt*, ZGR 2007, 532, 537. Perspektiven zeigt *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, auf.

²⁰ Mit dieser Konzentration auf die Frage der *Eignung des Informationsmodells* streift die folgende Untersuchung einerseits Fragen der *Erforderlichkeit des Sozialmodells* (s. oben Teil 3, bei Fn. 16) nur am Rande. Andererseits geht die Untersuchung nicht auf Fragen der *Erforderlichkeit des Informationsmodells* ein. Diese Frage spielt beispielsweise im U.S.-amerikanischen Kapitalmarktrecht eine große Rolle. Die U.S.-amerikanische Kapitalmarktrechtswissenschaft ist seit Jahrzehnten von der Frage geprägt, ob der Gesetzgeber im „securities law“ zwingende Informations- und Offenlegungspflichten vorsehen sollte oder unter welchen Voraussetzungen Marktteilnehmer Anreize haben, entsprechende Informationen selbst zu offenbaren; s. dazu nur *Merkt*, ECFR 2004, 3, 6 ff. m.w.N. Aus spieltheoretischer Sicht geht es um die Frage, inwiefern Marktteilnehmer aufgrund von strategischer Interaktion am Markt einen Anreiz haben, selbst Informationen zu offenbaren, die für den jeweiligen Marktteilnehmer negativ sind. Zu diesem Mechanismus des „unraveling“ s. *Baird/Gertner/Picker*, 89 f., 95 ff.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 129 ff. Kapitalmarktrechtliche Adaption bei *Schön*, J. Corp. L. Stud. 6 (2006), 259, 274 ff.; *Merkt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 231, 234 ff.; verbraucherschutzrechtliche Adaption bei *Gómez Pomar*, S. 13 ff.; produkthaftungsrechtliche Adaption bei *Polinsky/Shavell*; kartellrechtliche Adaption bei *Wagner-von Papp*, S. 71 f., 254 f. Allgemein zur theoretischen Debatte im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht s. *Schön*, J. Corp. L. Stud. 6 (2006), 259, 282 ff.; *Kraakman u.a.*, S. 204 ff., 222 f.; *Merkt*, S. 212 ff.; *Schröder*, S. 78 f.; aus einer verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Perspektive s. *Bainbridge*, 68 U. Cin. L. Rev. 1023 (2000); zur empirischen Debatte in den USA s. im Überblick *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 43 ff.; *Merkt*, S. 191 ff.; zur empirischen Debatte in Deutschland s. im Überblick *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 49. Zur Debatte um das Insiderhandelsverbot s. *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 188 ff. m.w.N. S. weiterhin *Wein* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 80, 85 ff. Zur Frage, wie sich das Modell des „unraveling“

gungen identifiziert sind, unter denen das Informationsmodell ein geeignetes Regulierungsinstrument darstellt, kann man sich der Frage widmen, welches von zwei geeigneten Regulierungsinstrumenten (Informations- oder Sozialmodell) erforderlich ist.

Mit dieser Ausrichtung reiht sich die Untersuchung im weiteren Verlauf in die langsam anschwellende Literatur ein, welche die Grenzen des Informationsmodells auslotet.²¹ Insbesondere geht es um die Frage, ob der vermeintliche Siegeszug des Informationsmodells an den kognitiv beschränkten Fähigkeiten von Menschen scheitern wird.²²

Zu diesem Zweck soll zunächst nachgezeichnet werden, in welchen Bereichen des Privatrechts das Informationsmodell heutzutage verankert ist (unten Teil 3, B.II.2, S. 53). Dann soll eine Grenze des Informationsmodells untersucht werden, die auf der beschränkten Fähigkeit von Menschen zur Informationsaufnahme beruht. Das Problem der Informationsüberlastung („information overload“) und mögliche Lösungsansätze im Informationsmodell werden unter Teil 3, B.II.3, S. 56, analysiert. Die dargestellten Lösungsansätze führen zum weiteren Problem der fehlerhaften Informationsverarbeitung aufgrund kognitiver Beschränkungen, das unter Teil 3, B.II.4, S. 68, dargestellt wird. Auch dabei zeigt sich, dass das Informationsmodell an seine Grenzen stößt. Angesichts der beschränkten Geeignetheit dieses Regulierungsinstruments ist eine Kombination mehrerer Regulierungsinstrumente unvermeidlich. Abschließend ist auf weitere Aspekte hinzuweisen, die bei einer umfassenden Untersuchung der Möglichkeiten und Grenzen des Informationsmodells berücksichtigt werden müssten (unten Teil 3, B.II.5, S. 88).

ändert, wenn manche Marktteilnehmer Informationen richtig verarbeiten können, andere dagegen nicht, s. *Fishman*, J. L. Econ. & Organ. 19 (2003), 45. Allgemein zum Problem heterogener Regelungsadressaten s. unten Teil 3, E.II, S. 267.

²¹ Dazu allgemein *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191; *Grundmann* in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 61, 68 ff.; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 221; *Guthrie* in: Gigerenzer/Engel (Hrsg.), S. 425; in Bezug auf das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht s. *Schön*, J. Corp. L. Stud. 6 (2006), 259; *Eidenmüller*, JZ 2004, 24, 27; *Schwarcz*, 2004 U. Ill. L. Rev. 1; *Bainbridge*, 68 U. Cin. L. Rev. 1023 (2000); in Bezug auf das Verbraucherschutzrecht allgemein s. *Howells*, J. L. & Soc'y 32 (2005), 349; in Bezug auf Teilzeit-Wohnrechtsverträge s. *Kind*; *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 521 ff.; *Wendlandt*, VuR 2004, 117; in Bezug auf § 477 BGB s. *Haar*, VuR 2004, 161; in Bezug auf Verbraucherdarlehen s. *Ramsay* in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47; in Bezug auf das Produkthaftungsrecht s. *Latin*, 41 UCLA L. Rev. 1193 (1994); *Viscusi*, 48 Rutgers L. Rev. 625 (1996).

²² In diese Richtung auch *Rehberg* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284, 332; *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191.

2. Spuren des Informationsmodells im Privatrecht

In den letzten Jahrzehnten hat der Gesetzgeber auf europäischer und nationaler Ebene in unterschiedlichen Bereichen des Privatrechts zunehmend Informationspflichten verankert. Heute finden sich Spuren des Informationsmodells im allgemeinen Zivilrecht, aber auch im Verbraucherschutz-, Kapitalmarkt-, Gesellschafts- und Bilanzrecht sowie bei der privaten und betrieblichen Altersversorgung.²³

Auf europäischer Ebene hat das Informationsmodell geradezu einen Siegeszug angetreten. Für das Verbraucherschutzrecht wird dies im EG-Vertrag selbst deutlich. Gemäß Art. 153 Abs. 1, Abs. 3 lit. a EG ist die Förderung des Rechtes der Verbraucher auf Information eine Zielbestimmung im Rahmen der Richtliniensetzung nach Art. 95 EG. Die informierte Verbraucherentscheidung ist Grundlage einer Vielzahl verbraucherschützender Richtlinien²⁴ und seit langem eine der Leitlinien europäischer Verbraucherschutzgesetzgebung.²⁵ Die steigende Bedeutung des Informationsmodells wird bei einem Vergleich der Verbraucherkreditrichtlinien aus den Jahren 1987 und 2008 besonders deutlich. Die Verbraucherkreditrichtlinie aus dem Jahr 1987²⁶ sah zum Schutz von Verbrauchern umfangreiche Informationspflichten vor, denen der Darlehensgeber in der Vertragsurkunde nachkommen musste, Art. 4 ff. Verbraucherkreditrichtlinie 1987. Die Verbraucherkreditrichtlinie aus dem Jahr 2008, welche die frühere Richtlinie ersetzt und bis Mai 2010 in deutsches Recht umgesetzt werden muss,²⁷ weitet die Informationspflichten inhaltlich stark aus und erstreckt sie zeitlich nicht nur auf den Vertragsschluss, sondern über den vorvertraglichen

²³ Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1194; Grunewald, AcP 190 (1990), 609.

²⁴ Dazu zählen die Pauschalreise-, Wertpapierdienstleistungs-, Versicherungsvermittlungs-, Timesharing- und Zahlungsdiensterichtlinien sowie die Richtlinien zum Fernabsatz und zur Schadens- und Lebensversicherung; s. Rehberg in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284, 285 m.w.N.; Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1200. Zur Verbraucherkreditrichtlinie s. sogleich im Text. Zum hybriden Charakter solcher Richtlinien, die oftmals das Informations- mit dem Sozialmodell verbinden, s. Merkt, ECFR 2004, 3, 22.

²⁵ S. schon Rat der Europäischen Gemeinschaften, ABl. EG Nr. C 92 vom 25.4.1975, S. 1. S. zum Ganzen auch Kind, S. 50 ff.; Grundmann, NJW 2000, 14, 17 f.; Grundmann, JZ 2000, 1133, 1135 f.; Merkt in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 231, 241 ff.; Roth, JZ 2001, 475, 480; Larenz/Wolf, § 42 Rdnr. 52; Reich/Micklitz, S. 23 ff.; Martinek in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 518 ff.; Fleischer, Informationsasymmetrie, S. 203; Rehberg, S. 74. Zur Entwicklung s. Drexler, S. 44 ff.

²⁶ Verbraucherkreditrichtlinie 1987, ABl. EG Nr. L 42 vom 12.2.1987, S. 48, geändert durch die Richtlinie 98/7/EG, ABl. EG Nr. L 101 vom 1.4.1998, S. 17.

²⁷ Verbraucherkreditrichtlinie 2008, ABl. EG Nr. L 133 vom 22.5.2008, S. 133. Allgemein zu der Richtlinie Rott, WM 2008, 1104; Siems, EuZW 2008, 454. Zum Stand der Umsetzung in deutsches Recht s. Ady/Paetz, WM 2009, 1061.

Bereich hinaus bis hin zur bloßen Werbung für Verbraucherdarlehensverträge, Art. 4 ff., 10 ff. Verbraucher kreditrichtlinie 2008.²⁸

Der Siegeszug des Informationsmodells lässt sich nicht nur im europäischen Verbraucherschutzrecht belegen. Das europäische Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht ist von einer Vielzahl von Offenlegungs-, Berichts- und Publizitätspflichten sowie Transparenzvorschriften durchdrungen.²⁹ Ein ähnliches Bild bietet sich im Bilanzrecht³⁰ und im Recht der Umstrukturierungen.³¹ Schließlich verpflichtet Art. 22 der europäischen Dienstleistungsrichtlinie³² Dienstleistungserbringer, ihren Kunden Informationen über Rechtsform und eigene Anschrift, über die Adresse des einschlägigen Handelsregisters und anderer Behörden, über allgemeine Geschäftsbedingungen, über Hauptmerkmale der Dienstleistung, die Existenz von Haftpflichtversicherungen, berufsrechtliche Regelungen, Verhaltenskodizes und Ähnliches zur Verfügung stellen.

Im deutschen Recht ist die Verordnung über Informations- und Nachweispflichten nach bürgerlichem Recht (BGB-InfoV)³³ das deutlichste Zeichen für die Verankerung des Informationsmodells im BGB. Diese Verordnung regelt Einzelfragen des Informationsmodells in Verträgen im Fernabsatzverkehr und im elektronischen Geschäftsverkehr, in Verträgen mit Reiseveranstaltern sowie bei Überweisungsaufträgen und Teilzeit-Wohnrechten.³⁴ Im Aktienrecht ist der Grundsatz des „comply or explain“ in § 161 AktG – wonach Abweichungen von den Verhaltensregeln des Corporate Governance Kodex erlaubt sind, soweit die Gründe für die Abweichung offen gelegt werden – ebenfalls Ausdruck des Informationsmodells.³⁵ Auf die Informations- und Aufklärungspflichten im Produkt- und Produzentenhaftungsrecht sei nur verwiesen.

²⁸ Dazu Rott, WM 2008, 1104, 1107 ff.; Siems, EuZW 2008, 454, 456 ff.

²⁹ Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1201; Fleischer in: Schulte-Nölke/Schulze (Hrsg.), S. 171, 172; Grundmann, DStR 2004, 232, 233 ff.; Grundmann, EBOR 2004, 601, 619 ff.; Binder/Boroichhausen, ZBB 2006, 85, 89 ff.; Grundmann, JZ 2000, 1133, 1135 f.; Merkt, S. 140 ff.; Assmann, AG 1993, 549; Moloney, EBOR 2005, 341, 383 ff. Monographisch Grohmann.

³⁰ Grundmann, DStR 2004, 232, 234 f.; Grohmann, S. 189 ff.

³¹ Grundmann/Möslein in: Bayer/Habersack (Hrsg.), S. 31, 103; Grundmann in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 61, 76 f.; Grohmann, S. 308 ff.

³² Dienstleistungsrichtlinie, ABl. EG Nr. L 376 vom 27.12.2006, S. 36.

³³ BGB-InfoV, BGBl. I Nr. 2 vom 2.1.2002, S. 342, zuletzt geändert durch die Dritte Verordnung zur Änderung der BGB-Informationspflichten-Verordnung, BGBl. Teil I Nr. 8 vom 12.3.2008, S. 292.

³⁴ Dagegen regelt das im Mai 2008 in Kraft getretene Verbraucherinformationsgesetz (BGBl. I Nr. 56 vom 5.11.2007, S. 2558) Auskunftsansprüche gegen Behörden, die zur Herausgabe von behördlich verfügbaren Informationen über lebensmittelrechtliche Verstöße verpflichtet werden. Dieser öffentlich-rechtliche Auskunftsanspruch ist kein zwingendes Vertragsrecht und bleibt daher im Folgenden außer Betracht.

³⁵ Grundmann/Möslein in: Bayer/Habersack (Hrsg.), S. 31, 104. Zur Verschärfung des § 161 AktG sowie zur Verbindung zur Erklärung zur Unternehmensführung gemäß § 289a HGB im Rahmen des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes, BGBl. I Nr. 27 vom 28.5.2009,

In der Rechtsprechung des EuGH lassen sich Aussagen zum Verhältnis zwischen Sozial- und Informationsmodell identifizieren. Der EuGH verneint die Notwendigkeit gesetzgeberischer Intervention auf Grundlage des Sozialmodells, wenn der Schutzzweck des Gesetzes bereits durch bloße Informationspflichten verwirklicht werden kann. Damit misst der EuGH das Sozialmodell am Verhältnismäßigkeitsgrundsatz.³⁶

Dies lässt sich einerseits in der Rechtsprechung zu den Grundfreiheiten, andererseits im Gesellschaftsrecht nachvollziehen. Der EuGH hat wiederholt materielle Einschränkungen von Grundfreiheiten durch nationale Gesetzgebung untersagt, wenn das Regulierungsziel auch durch eine bloße Aufklärung der Marktteilnehmer erreicht werden kann.

Im „*Cassis de Dijon*“-Verfahren hatte die deutsche Bundesregierung vor dem EuGH unter anderem ausgeführt, die gesetzliche Festlegung eines Mindestalkoholgehalts für Branntwein sei notwendig, um Verbraucher vor unlauterem Wettbewerb zu schützen.³⁷ Der EuGH führte aus, das Interesse des Verbraucherschutzes könne auch durch entsprechende Herkunfts- und Inhaltsangaben auf Erzeugnissen befriedigt werden.³⁸ In seiner Entscheidung zum deutschen Reinheitsgebot führte der EuGH aus, Verbraucherschutzinteressen rechtfertigten das Reinheitsgebot nicht. Dem Interesse der Verbraucher, über die Inhaltsstoffe eines Getränks informiert zu sein, könne auch durch entsprechende Etikettierungen entsprochen werden.³⁹ In seinem Urteil, das mitgliedstaatliche Verbote vergleichender Werbung für unzulässig erklärte, führte der EuGH aus, der Zugang von Verbrauchern zu Informationen, der durch vergleichende Werbung erreicht werde, sei gerade ein Mittel des Verbraucherschutzes.⁴⁰

Im europäischen Gesellschaftsrecht beschäftigte sich die „*Centros*“- und „*Inspire Art*“-Rechtsprechung des EuGH⁴¹ mit dem Verhältnis von Sozial- und

S. 1102, s. *Tödtmann/Schauer*, ZIP 2009, 995, 997. Zu Diskussionen, eine „comply or explain“-Regelung bei der Reform Investmentgesetzes in § 41 InvG zu verankern, s. *Schmolke*, ZBB 2007, 454, 456 f.

³⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 16. Allgemein zur Bedeutung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes s. unten Teil 4, B.II.2, S. 334.

³⁷ EuGH, Rs. 120/78, Slg. 1979, S. 649 ff., Tz. 12 – *Rewe-Zentral AG v. Bundesmonopolverwaltung für Branntwein (Cassis de Dijon)*.

³⁸ EuGH, Rs. 120/78, Slg. 1979, S. 649 ff., Tz. 13 – *Rewe-Zentral AG v. Bundesmonopolverwaltung für Branntwein (Cassis de Dijon)*.

³⁹ EuGH, Rs. 178/84, Slg. 1987, S. 1227 ff., Tz. 35 f. – *Kommission v. Deutschland (Reinheitsgebot)*; ebenso EuGH, Rs. 193/80, Slg. 1981, S. 3019 ff., Tz. 27 – *Kommission v. Italien (Weinessig)*.

⁴⁰ EuGH, Rs. C-362/88, Slg. 1990, S. I-667 ff., Tz. 13 ff. – *GB-Inno-BM v. Confédération du Commerce Luxembourgeois*. Zur weiteren Entwicklung der Rechtsprechung s. *Fleischer*, ZEuP 2000, 772, 783 m.w.N.

⁴¹ EuGH, Rs. 212/97, Slg. 1999, S. I-1459 – *Centros v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*; EuGH, Rs. 167/01, Slg. 2003, S. I-10155 – *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v. Inspire Art*.

Informationsmodell. Im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht werden Anteilseigner durch eine Vielzahl zwingender Rechtsvorschriften geschützt. Es sei nur an die zwingenden Vorschriften zum Mindestkapital erinnert (§ 5 GmbHG, § 7 AktG).⁴² Der EuGH befand in beiden genannten Urteilen, dass ein Mitgliedsstaat zum Schutz der Gesellschaftsgläubiger von Auslandsgesellschaften mit wirtschaftlichem Schwerpunkt im Inland kein bestimmtes Mindestkapital verlangen könne. Dies begründete der EuGH unter anderem damit, die Gläubiger wüssten, dass sie mit einer Auslandsgesellschaft kontrahieren und dass sie sich durch die harmonisierten Vorschriften zur Offenlegung von Unternehmensdaten über die Auslandsgesellschaft informieren können.⁴³

Aus solchen Entscheidungen kann hergeleitet werden, dass der EuGH einen Übergang vom Informations- zum Sozialmodell nur akzeptiert, wenn dies erforderlich im Sinne einer Verhältnismäßigkeitsprüfung ist. Das Informationsmodell wird regelmäßig als das mildere Mittel angesehen.⁴⁴

3. Fehlerhafte Informationsaufnahme: Informationsüberlastung

Wie oben dargestellt, setzt eine Untersuchung des Verhältnisses zwischen Informations- und Sozialmodell voraus, dass die Grenzen des Informationsmodells bekannt sind.⁴⁵ Zu diesem Zweck sollen im Folgenden zwei Grenzen nä-

⁴² Zur rechtspolitischen Reformdebatte hinsichtlich des Mindestkapitals s. nur *Eidenmüller/Engert*, GmbHR 2005, 433; *Merkt*, ZGR 2004, 305; *Heine/Röpke*, RabelsZ 70 (2006), 138; *Habersack*, § 6 Rdnr. 18 ff., jeweils m.w.N.

⁴³ EuGH, Rs. 212/97, Slg. 1999, S. I-1459 ff., Tz. 36 – *Centros v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*; EuGH, Rs. 167/01, Slg. 2003, S. I-10155 ff., Tz. 135 – *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v. Inspire Art*. Dies hilft freilich bei deliktischen Gläubigern nicht weiter, *Eidenmüller/Rehm*, ZGR 2004, 159, 172; *Eidenmüller*, JZ 2004, 24, 27.

⁴⁴ Zu diesem Grundsatz im Bereich der Grundfreiheiten s. *Grundmann* in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 61, 62 ff.; *Grundmann*, NJW 2000, 14, 18; *Grundmann*, EBOR 2004, 601, 617; *Grundmann*, DStR 2004, 232, 233; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1138; *Grundmann/Kerber/Weatherill* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 3, 17 f.; *Merkt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 231, 237 f.; *Merkt*, ECFR 2004, 3, 16 ff.; *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 37; *Rehberg* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284, 286; *Roth*, JZ 2001, 475, 480; *Haar*, VuR 2004, 161, 163; *Fleischer*, ZEuP 2000, 772, 783; *Möslein*, S. 243; *Reich/Micklitz*, S. 86; *Grohmann*, S. 126; *Ramsay* in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47, 51. Skeptisch *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1198 f. Zu diesem Grundsatz im Bereich des Gesellschaftsrechts s. *Merkt*, ECFR 2004, 3, 19 ff.; *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 26, 34 ff.; *Merkt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 231, 240 f.; *Grundmann* in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 61, 64 ff.; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1139; *Grundmann*, DStR 2004, 232, 233, 235; *Grundmann*, EBOR 2004, 601, 618; *Grundmann/Kerber/Weatherill* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 3, 18 f.; *Eidenmüller*, JZ 2004, 24, 27 ff.; *Grohmann*, S. 126 f.; *Hopt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 246; *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1199. Allgemein zum Verhältnismäßigkeitsgrundsatz in der Rechtsprechung des EuGH s. *Koch*. Allgemein zum Verhältnismäßigkeitsgrundsatz im Rahmen der vorliegenden Untersuchung s. unten Teil 4, B.II.2, S. 334.

⁴⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 19 ff.

her betrachtet werden, die zu einer fehlerhaften Informationsaufnahme und -verarbeitung führen. Dabei soll auch analysiert werden, wie der Gesetzgeber auf diese Grenzen reagieren kann. Zunächst widmet sich die Untersuchung einem Problem der fehlerhaften Informationsaufnahme in Form der Informationsüberlastung.

a) Problem

Informationsasymmetrien zwischen Vertragsparteien können zu Marktversagen führen.⁴⁶ Die gesetzliche Verankerung von Informationspflichten kann Informationsasymmetrien lindern oder beheben.⁴⁷ Diese Einsicht ist heute einer der Grundpfeiler der Gesetzgebung im Verbraucherschutzbereich.⁴⁸ Auf dieser Grundlage unterwirft das heutige Verbraucher- und Wirtschaftsrecht Unternehmen einer Vielzahl von Informationspflichten, wodurch eventuelle Informationsasymmetrien zu deren Vertragspartnern beseitigt werden sollen.

Mitunter wird dieses Regulierungsmodell zu weit getrieben. Zu viele Informationspflichten können kontraproduktiv sein.⁴⁹ Ein Beispiel aus dem Verbraucherschutzrecht mag dies demonstrieren. Bestellt ein Verbraucher ein Produkt über das Internet bei einem Versandhandelsunternehmen, so hat dieses unter anderem

- den Verbraucher über die Identität und Anschrift des Unternehmens und eventueller Vertreter, über wesentliche Merkmale und den Gesamtpreis des bestellten Produkts einschließlich aller Liefer-, Versand- und sonstiger Nebenkosten, über Einzelheiten hinsichtlich Zahlung und Lieferung sowie über eventuelle Gültigkeitsdauern befristeter Angebote zu informieren, § 1 Abs. 1 BGB-InfoV, § 312c Abs. 1 BGB, Art. 240 EGBGB,
- dem Verbraucher die allgemeinen Geschäftsbedingungen zu Verfügung zu stellen und den Verbraucher über Kundendienst sowie Gewährleistungs- und Garantiebedingungen zu informieren, § 1 Abs. 4 BGB-InfoV, §§ 312c Abs. 2, 312d Abs. 2 BGB, Art. 240 EGBGB,
- den Verbraucher über die technischen Schritte, die zum Vertragsschluss führen und die eine Eingabekorrektur ermöglichen, über die Tatsache, ob der Vertragstext dem Verbraucher nach Vertragsschluss zugänglich ist, über die für den Vertragsschluss zur Verfügung stehenden Sprachen sowie über sämtliche Verhaltenskodizes, denen sich das Unternehmen unterwirft, zu infor-

⁴⁶ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 134.

⁴⁷ Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1205 f.

⁴⁸ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 24 f. Zu den theoretischen Grundlagen des Verbraucherschutzrechts s. unten Teil 3, C.II.1, S. 93.

⁴⁹ S. nur die Äußerungen des Rechtsausschusses des Bundestags zur Schuldrechtsmodernisierung, BT-Drs. 14/7052 vom 9.10.2001, S. 1, 208; Frings, VuR 2002, 390, 397.

mieren, § 3 BGB-InfoV, § 312e Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BGB, Art. 241 EGBGB, sowie

- den Verbraucher über sein Widerrufsrecht gemäß §§ 355 Abs. 1 S. 1, 312d, 312b BGB in deutlich gestalteter Form einschließlich eines Hinweises auf die Fristberechnung zu informieren, § 355 Abs. 2 S. 1 BGB.⁵⁰

Angesichts einer solchen Regelungswut ist es kein Wunder, dass das Bundesjustizministerium lange darum gekämpft hat, im Anhang der BGB-Informationspflichten-Verordnung Muster für die Widerrufsbelehrung zu erstellen, die den gesetzlichen Vorgaben des BGB entsprechen.⁵¹

Eine solche Regelungswut ist kein Einzelfall. Die neue Verbraucherkreditrichtlinie verpflichtet Darlehensgeber bei der Werbung für Darlehensverträge zur Angabe von sechs, vor Vertragsschluss zur Angabe von 19 und in der Vertragsurkunde zur Angabe von 21 Einzelinformationen, s. Art. 4 f., 10 Verbraucherkreditrichtlinie 2008.⁵² Die Informationspflichten beim Abschluss eines Teilzeit-Wohnrechtevertrags (§§ 481 ff. BGB) mit etwa neunzig vorgeschriebenen Einzelinformationen⁵³ sind ein weiterer Beleg für die Hypertrophie von Informationspflichten.⁵⁴ Die Informationen, die einem Versicherungsnehmer vor Abschluss einer *Riester*-Rentenversicherung über das Internet aufgrund gesetzlicher Vorgaben präsentiert werden müssen, erstrecken sich auf über fünf Seiten.⁵⁵ Auch wenn der EuGH den Vertragspartner einer Auslandsgesellschaft darauf verweist, er hätte sich über diese ja informieren können,⁵⁶ sind Zweifel angebracht, ob dies zu einem adäquaten Schutz des Vertragspartners führt. Schließt ein Vertragspartner einen Vertrag mit einer „Limited“ britischen Rechts mit Verwaltungssitz in Deutschland ab, wird er oftmals mit der Ermittlung der britischen Rechtslage überfordert sein. Selbst wenn er die Rechtslage ermitteln will, werden die dabei anfallenden Kosten zumindest bei kleineren

⁵⁰ Dabei ist der Verbraucher nicht nur über seine Pflichten, sondern auch über seine wesentlichen Rechte im Falle eines Widerrufs zu informieren, s. BGH JZ 2007, 845 m. Anm. *Habersack*.

⁵¹ Zum letzten Versuch s. die Dritte Verordnung zur Änderung der BGB-Informationspflichten-Verordnung, BGBl. Teil I Nr. 8 vom 12.3.2008, S. 292; *Masuch*, NJW 2008, 1700. S. zur gesamten Debatte *Habersack*, JZ 2007, 847 f.; *Witt*, NJW 2007, 3759, 3760; *Grüneberg* in: *Palandt*, § 14 BGB-InfoV Rdnr. 6; LG Halle, BB 2006, 1817, 1818; LG Koblenz, BB 2007, 239; LG Münster WM 2007, 121, 122; LG Kassel, WM 2007, 499, 500 f. Zu den Plänen, die Musterbelehrung im Rahmen der geplanten Umsetzung der Verbraucherkreditrichtlinie in das EGBGB zu integrieren, s. *Schirmbacher*, BB 2009, 1088.

⁵² Verbraucherkreditrichtlinie 2008, ABl. EG Nr. L 133 vom 22.5.2008, S. 133. Zu der Informationsflut auch *Siems*, EuZW 2008, 454. Zum Stand der Umsetzung der Verbraucherkreditrichtlinie in deutsches Recht s. *Ady/Paetz*, WM 2009, 1061.

⁵³ *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 525.

⁵⁴ *Kind*, S. 513 ff.; *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 521 f., 525; *Schäfer* in: Grundmann (Hrsg.), S. 559, 566 f.

⁵⁵ Eindrucksvoll *Rehberg* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284, 287 ff.

⁵⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 43.

Transaktionen die Chancen und Risiken aus der Transaktion übersteigen.⁵⁷ Auch bei finanzmarktrechtlichen Informationspflichten stellt sich die Frage, ob umfangreiche Verkaufsprospekte wirklich zu einer informierten und besseren Entscheidung von Anlegern führen.⁵⁸

All dies zeigt, dass das Informationsmodell in seiner klarsten Ausprägung deutlich im rationaltheoretischen Verhaltensmodell verankert ist.⁵⁹ Das Informationsmodell geht davon aus, dass Marktteilnehmer alle Informationen, die ihnen dargeboten werden, vollständig aufnehmen und in korrekter Weise verarbeiten. Auf dieser Grundlage treffen sie dann eine voll informierte Entscheidung, die ihren eigenen Nutzen maximiert.

Die Realität sieht anders aus. Oftmals lesen Marktteilnehmer ihnen dargebotene Informationen überhaupt nicht.⁶⁰ Ein solches Verhalten kann vollständig rational sein. Die Aufnahme, Einschätzung und Beurteilung von Information kostet Zeit.⁶¹ Es kann für einen Marktteilnehmer rational sein, sich nicht zu informieren.⁶² Der rational handelnde Marktteilnehmer bricht die Informationssuche ab, sobald die Kosten der zusätzlichen Informationssuche deren erwarteten Nutzen übersteigen.⁶³ Dies setzt der Wirksamkeit von Informationspflichten praktische Grenzen.⁶⁴

Noch deutlicher werden die Grenzen des Informationsmodells, wenn man die Erkenntnisse der Konsumentenverhaltensforschung mit einbezieht.⁶⁵ Menschen können nicht unbegrenzte Mengen an Information fehlerfrei verarbeiten. Vielmehr ist die menschliche Fähigkeit, während einer gegebenen Zeitspanne

⁵⁷ Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1207 f.; *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 40 f.

⁵⁸ *Schmies* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 165, 177.

⁵⁹ *Grundmann/Kerber/Weatherill* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 3, 24; *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 40; *Moloney*, EBOR 2005, 341, 384, 391 ff.; *Schmolke*, ZBB 2007, 454, 460.

⁶⁰ *Klöhn*, S. 185 f.; *Schmies* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 165, 177; *Howells*, J. L. & Soc'y 32 (2005), 349, 356; *Edwards*, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol'y 199, 229 (2005); *Bar-Gill/Warren*, 157 U. Pa. L. Rev. 1, 29 (2008). Plastisch Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1211: „Anleger lesen keine Börsenprospekte, sie vertrauen auf Werbespots mit Schauspielern und Moderatoren.“

⁶¹ Dazu exemplarisch *Guthrie* in: Gigerenzer/Engel (Hrsg.), S. 425, 427 ff.

⁶² Grundlegend *Stigler*, J. Pol. Econ. 69 (1961), 213; s.a. *Grunewald*, AcP 190 (1990), 609, 614; *Fleischer*, ZEuP 2000, 772, 776; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 117 f., 205; *Ramsay* in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47, 51; *Stürner* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1489, 1493 f.; *Englerth* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 60, 91; *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol'y 21 (1998), 131, 145; *Ramsay* in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47, 51.

⁶³ *Ramsay* in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47, 51; *Wein* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 80, 81; *Frey/Kirchgässner*, S. 354 ff.

⁶⁴ Dazu im Zusammenhang mit der Teilzeit-Wohnrechte-Richtlinie *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 522 f.

⁶⁵ Umfassende Aufarbeitungen finden sich bei *Kind*, S. 442 ff.; *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 522 ff.

Informationen aufzunehmen und zu verarbeiten, begrenzt. Dieses Phänomen wird üblicherweise als „Informationsüberlastung“ („information overload“) bezeichnet.⁶⁶ Oftmals bemerken Menschen die eigene Informationsüberlastung gar nicht.⁶⁷

Welche Auswirkungen eine Informationsüberlastung hat, ist in der empirischen und experimentellen Forschung umstritten.⁶⁸ Einerseits zeigen Untersuchungen, dass ab einer gewissen Informationsmenge zusätzliche Information die Entscheidungsqualität von Menschen verschlechtert.⁶⁹ Andererseits zeigt sich, dass Menschen in komplexen Entscheidungssituationen Strategien entwickeln, um das komplexe Entscheidungsproblem mit einem möglichst geringen Aufwand lösen. Mit Hilfe solcher „Heuristiken“⁷⁰ wird zwar keine perfekte Lösung des Entscheidungsproblems gefunden. Aber das Problem wird unter Berücksichtigung des Aufwands der Entscheidungsfindung in zufriedenstellender Weise gelöst.⁷¹

Eine Strategie von Menschen zur Bewältigung komplexer Entscheidungssituationen ist die selektive Wahrnehmung und Verarbeitung von Informationen.⁷² Untersuchungen zeigen, dass Menschen Entscheidungen in komplexen Informationsumgebungen nur anhand von höchstens sieben und oftmals weniger Ent-

⁶⁶ *Jacoby*, J. Marketing Res. 14 (1977), 569 f.; *Block-Lieb/Janger*, 84 Tex. L. Rev. 1483, 1530 (2006); *Kind*, S. 467 f.; *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 524 f., jeweils m.w.N.

⁶⁷ *Wendlandt*, VuR 2004, 117, 120; *Rehberg*, S. 59, jeweils m.w.N.

⁶⁸ Dazu *Jacoby*, J. Cons. Res. 10 (1984), 432; *Bettman/Luce/Payne*, J. Cons. Res. 25 (1998), 187, 199 f.; *Latin*, 41 UCLA L. Rev. 1193, 1211 f. (1994); *Edwards*, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol’y 199, 221 f. (2005); *Paredes*, 81 Wash. U.L.Q. 417, 441 ff. (2003); s. a. *Kind*, S. 473 f.

⁶⁹ *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 523 f.; *Rehberg* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284, 319 f.; *Klöhn*, S. 186; *Schmies* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 165, 177; *Spindler/Klöhn* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 355, 359; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 218; *Grohmann*, S. 111 f.

⁷⁰ Heuristiken sind Entscheidungsstrategien zur Lösung von schwer überschaubaren und schlecht strukturierten Problemen, für die entweder keine eindeutige Lösungsstrategie bekannt ist oder die aufgrund des erforderlichen Aufwands nicht sinnvoll erscheinen. Allgemein zum Heuristik-Konzept s. *Gigerenzer* in: *Gigerenzer/Engel* (Hrsg.), S. 17. Zur Bedeutung von Heuristiken im vorliegenden Zusammenhang s. *Guthrie* in: *Gigerenzer/Engel* (Hrsg.), S. 425, 426 f. Allgemein zum Verhältnis von Heuristiken und Recht s. die Beiträge in *Gigerenzer/Engel* (Hrsg.).

⁷¹ *Korobkin*, 70 U. Chi. L. Rev. 1203, 1226 (2003); *Paredes*, 81 Wash. U.L.Q. 417, 435 f. (2003); *Englerth* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 60, 91; *Fleischer*, ZEuP 2000, 772, 776. Grundlegend in diesem Zusammenhang ist das so genannte „satisficing“-Konzept von *Herbert Simon*, s. *Simon*, S. 3, 11 f.; *Simon*, Am. Econ. Rev. 49 (1959), 253, 263: „Models of satisficing behavior are richer than models of maximizing behavior, because they treat not only of equilibrium but of the method of reaching it as well“; s. dazu auch *Eisenberg* in: Newman (Hrsg.), S. 282; *Schmies* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 165, 176 f.; *Schmolke*, ZBB 2007, 454, 460 f. Zur Frage, ob solche Konzepte auch im rationaltheoretischen Rahmen erklärt werden können, s. *Romano*, 59 S. Cal. L. Rev. 313, 314 (1986).

⁷² *Bettman/Luce/Payne*, J. Cons. Res. 25 (1998), 187, 200; *Ford u.a.*, Organ. Behav. & Human Dec. Proc. 43 (1989), 75, 98 ff.; *Jacoby*, J. Cons. Res. 10 (1984), 432, 435; *Korobkin*, 70 U. Chi. L. Rev. 1203, 1226 f. (2003); *Willis*, 65 Md. L. Rev. 707, 767 (2006); *Paredes*, 81 Wash. U.L.Q. 417, 442 (2003); *Kind*, S. 471 f.; *Wendlandt*, VuR 2004, 117, 120.

scheidungsattributen treffen.⁷³ Dies gilt selbst bei der Entscheidung von Experten.⁷⁴

b) Lösungsmöglichkeiten

aa) Allgemeines

Das Phänomen der Informationsüberlastung zeigt, dass der Gesetzgeber das Informationsmodell nicht auf die Spitze treiben darf. Dehnt er das Informationsmodell zu weit aus, verarbeiten Menschen die dargebotenen Informationen nicht mehr richtig. Um ihnen die Bewältigung einer Informationsüberlastung zu erleichtern, stehen dem Gesetzgeber mehrere Instrumente zur Verfügung.

Erstens kann der Gesetzgeber die Menge der dargebotenen Information beschränken. Dies setzt die Einsicht um, dass es dem Informationsmodell nicht um ein Maximum, sondern ein Optimum an Informationen gehen sollte.⁷⁵ Das ist seit langem bekannt und wird in vielen Bereichen praktiziert.⁷⁶ Zweitens

⁷³ *Lussier/Olsbavsky*, J. Cons. Res. 6 (1979), 154, 155; *Miller*, Psych. Rev. 63 (1956), 81; *Grether/Schwartz/Wilde*, 59 S. Cal. L. Rev. 277, 300 (1986); *Olsbavsky*, Organ. Beh. & Human Perf. 24 (1979), 300; *Timmermans*, J. Behav. Dec. Making 6 (1993), 95; *Kind*, S. 472; *Howells*, J. L. & Soc'y 32 (2005), 349, 360; *Wendlandt*, VuR 2004, 117, 120. Die genaue Anzahl variiert stark zwischen den Untersuchungen, Testpersonen und verwendeten Produkten, s. *Korobkin*, 70 U. Chi. L. Rev. 1203, 1227 f. (2003); *Willis*, 65 Md. L. Rev. 707, 767 f. (2006); *Kind*, S. 468.

⁷⁴ *Phelps/Shanteau*, Organ. Beh. & Human Perf. 21 (1978), 209 f. m.w.N. (mit Hinweisen auf Untersuchungen von Gutachtern, Börsenhändlern, Radiologen und Richtern).

⁷⁵ *Simon*, Am. Econ. Rev. 49 (1959), 253, 269 f.; *Frey/Kirchgässner*, S. 354 ff.; *Schön* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 1191, 1208; *Fleischer* in: *Schulte-Nölke/Schulze* (Hrsg.), S. 171, 176; *Rehberg* in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), S. 284, 295; *Roth*, JZ 2001, 475, 480; s.a. *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 221; *Merkel*, ECFR 2004, 3, 31 f.; *Bydlinski*, AcP 204 (2004), 309, 362; *Klöhn*, S. 186 f.; *Ramsay* in: *Howells/Janssen/Schulze* (Hrsg.), S. 47, 52 f.; *Wein* in: *Grundmann/Kerber/Weatherill* (Hrsg.), S. 80, 81; *Martinek* in: *Grundmann* (Hrsg.), S. 511, 530; *Bergh* in: *Ott/Schäfer* (Hrsg.), S. 77, 84 f. Graphisch *Armstrong*, S. 16. Dazu auch oben Teil 3, bei Fn. 61 ff. Dazu im U.S.-amerikanischen Zusammenhang *Ford Motor Credit Co. v. Millhollin*, 444 U.S. 555, 568 (1981). *Rehberg* in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), S. 284, 347, plädiert dafür, in Extremfällen auch die Bereitstellung von zu viel Information – unabhängig von der inhaltlichen Richtigkeit – als eine Informationspflichtverletzung zu behandeln; s.a. *Wendlandt*, VuR 2004, 117, 123. Bei der Bestimmung des konkreten Umfangs von Informationspflichten ist die rechtsökonomische Analyse weniger hilfreich. Zwar trifft die Aussage, die optimale Informationsmenge liege dort, wo die Grenzkosten der Bereitstellung einer zusätzlichen Informationseinheit und der Grenznutzen dieser Informationseinheit identisch sind, aus theoretischer Sicht zu; s. *Simon*, Am. Econ. Rev. 49 (1959), 253, 269 f.; *Frey/Kirchgässner*, S. 355. Daraus kann man herleiten, dass von einer Informationspflicht abzusehen ist, wenn die Kosten der Bereitstellung oder Verarbeitung einer zusätzlichen Informationseinheit höher sind als der daraus resultierende Nutzen; s. *Schön* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 1191, 1208. Bei der praktischen Bestimmung der Reichweite einer Informationspflicht hilft die Aussage freilich nicht weiter.

⁷⁶ Aus diesem Grundsatz kann beispielsweise folgen, dass Vertragspartner vor Risiken mit einer extrem geringen Wahrscheinlichkeit nicht warnen müssen, weil diese Warnung von der gegnerischen Partei sowieso nicht angemessen verarbeitet werden würde; s. *Klöhn*, S. 187;

mögen manche der genannten Probleme dadurch gelöst werden, dass Informationsintermediäre zwischengeschaltet werden, die die Informationen für uninformed Marktteilnehmer entsprechend aufbereiten.⁷⁷

Drittens kann der Gesetzgeber durch eine Regulierung der Art und Weise der Informationspräsentation erreichen, dass die dargebotene Information besser aufgenommen und verarbeitet wird. Oftmals sind Art und Weise der Präsentation von Information wichtiger als deren Vollständigkeit.⁷⁸ So kann der Gesetzgeber versuchen, einer Informationsüberlastung entgegen zu wirken, indem er vom aufklärungspflichtigen Vertragspartner eine klare, knappe und verständliche Ausdrucksweise verlangt.⁷⁹ Im deutschen Privatrecht finden sich entsprechende Aufforderungen unter anderem in §§ 312c Abs. 1 S. 1, 312e Abs. 1 S. 1 Nr. 2, 355 Abs. 2 S. 1, 477 Abs. 1 S. 1 BGB oder in § 5 Abs. 1 Wertpapierprospektgesetz.⁸⁰ Auch die Rechtsprechung hat diese Forderung oftmals erhoben. Beispiele finden sich im Produkthaftungsrecht.⁸¹ Im U.S.-amerikanischen Kapitalmarktrecht existieren Vorschriften zur Abfassung verständlicher Unternehmensmitteilungen an die „Securities and Exchange Commission“ (SEC).⁸² Zwar können bei der Implementierung solcher Verpflichtungen sprachwissenschaftliche Erkenntnisse zur Textverständlichkeit

OLG Frankfurt, NJW-RR 1995, 406, 408 f. – *Impfschaden*. Zum Produzenten- und Produkthaftungsrecht s. Wagner in: Münchener Kommentar BGB, § 823 Rdnr. 639; BGH NJW 1987, 372, 373 – *Verzinkungsspray*: „Auch hat der Hersteller seine Gefahrenhinweise für den Verbraucher möglichst eindrücklich zu gestalten; in Grenzen kann ein Zuviel an detaillierten Instruktionen dieses Ziel verfehlen“; s. a. *Viscusi*, 48 Rutgers L. Rev. 625 (1996).

⁷⁷ *Merkt*, ECFR 2004, 3, 28 f.; *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 30, 41; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1141 f.; *Grohmann*, S. 115; *Grundmann/Kerber/Weatherill* in: *Grundmann/Kerber/Weatherill* (Hrsg.), S. 3, 25, 27 ff.; *Grundmann/Kerber* in: *Grundmann/Kerber/Weatherill* (Hrsg.), S. 264; *Paredes*, 81 Wash. U.L.Q. 417, 431 f., 452 ff. (2003); *Eidenmüller/Rehm*, ZGR 2004, 159, 173; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 221; skeptisch *Klöhn*, S. 178 ff.

⁷⁸ *Martinek* in: *Grundmann* (Hrsg.), S. 511, 530; *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1535 (1998); *Guthrie* in: *Gigerenzer/Engel* (Hrsg.), S. 425, 434 f.

⁷⁹ *Schön* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 1191, 1207; *Fleischer* in: *Schulte-Nölke/Schulze* (Hrsg.), S. 171, 176; *Rehberg* in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), S. 284, 325 f., 339; *Wendlandt*, VuR 2004, 117, 121; *Fleischer*, ZEuP 2000, 772, 786 f.; *Merkt*, ECFR 2004, 3, 32; *Klöhn*, S. 185, 190 f.; *Grohmann*, S. 111 ff.; *Kind*, S. 484 ff.; *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1533 f. (1998); *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol’y 21 (1998), 131, 143 f.; *Schürnbrand* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 492 Rdnr. 37; *Kessal-Wulf* in: *Staudinger*, § 492 Rdnr. 26. Zu sonstigen Informationsgrundsätzen (Vergleichbarkeit, Wahrhaftigkeit, Zuverlässigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit, Aktualität und Ähnliches) s. *Grohmann*, S. 116 ff. Zu ähnlichen Problemen im öffentlichen Recht s. *Towfigh*, *Der Staat* 2009, 29.

⁸⁰ S. weiterhin § 1 Abs. 4 S. 3, § 4 Abs. 1, § 9 Abs. 2, 4, 5, § 12 Abs. 1 S. 1 BGB-InfoV.

⁸¹ BGHZ 99, 167, 181 – *Motorradlenkerverkleidung*; BGHZ 116, 60, 68 ff. – *Kindertee I*; BGH NJW 1987, 372, 373 – *Verzinkungsspray*; BGH NJW 1994, 932, 933 – *Kindertee II*; BGH NJW 1995, 1286, 1287 – *Kindertee III*.

⁸² So genannte „plain english disclosure“, 17 C.F.R. § 230.421(d), 63 Fed. Reg. 6370 (1998); s. dazu auch Securities and Exchange Commission, *Plain English Handbook*; *Paredes*, 81 Wash. U.L.Q. 417, 432 f. (2003); *Klöhn*, S. 188.

helfen.⁸³ Im Einzelfall ist eine juristische Durchsetzung solcher Pflichten allerdings schwierig.⁸⁴

Hilfreich kann mitunter die Verpflichtung zu deutlichen Warnhinweisen sein, wie sie heutzutage von Zigarettenpackungen bekannt sind,⁸⁵ aber auch im Verbraucherschutz⁸⁶ und Kapitalmarktrecht⁸⁷ Verbreitung finden. Dies hängt mit der schon erwähnten Verfügbarkeitsheuristik zusammen.⁸⁸ Es zeigt sich, dass Menschen bei ihrer Entscheidungsfindung abstrakte oder differenzierte Information unterbewerten, während sie farbenfrohe oder anekdotisch aufbereitete Information besser verarbeiten.⁸⁹ Hierzu ist auf die Rechtsprechung im Produkthaftungsrecht hinzuweisen, die bloße Warnhinweise in Produkt-Beipackzetteln nicht für ausreichend erachtet, falls die Gefahr besteht, dass der Erwerber des Produkts den Beipackzettel ungelesen wegwirft.⁹⁰ Auch die Forderung von Art. 4 Abs. 2 der Verbraucherkreditrichtlinie aus dem Jahr 2008,⁹¹ wonach Verbraucher in Werbung für Kreditverträgen über bestimmte Elemente der Verträge „in klarer, prägnanter und auffallender Art und Weise anhand eines repräsentativen Beispiels“ zu informieren sind, geht in diese Richtung.⁹² In ähnlicher Weise kann eine stärker individualisierte Beratung helfen, wie sie beispielsweise im Bankrecht durch die Bond-Rechtsprechung des BGH⁹³ mit dem Grundsatz der anleger- und objektgerechten Beratung etabliert wurde.⁹⁴

⁸³ Eine Aufarbeitung der Literatur findet sich bei *Schwintowski* in: Basedow u.a. (Hrsg.), S. 87, 112 ff.

⁸⁴ *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1207; *Klöhn*, S. 196; *Grohmann*, S. 113.

⁸⁵ *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol'y 21 (1998), 131, 159; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 221; *Grunewald*, AcP 190 (1990), 609, 621 f.; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1140; *Wendlandt*, VuR 2004, 117, 121 f. (zur Bedeutung von „Schlüsselinformationen“); skeptisch *Klöhn*, S. 189 ff.; s. a. *Viscusi*, 48 Rutgers L. Rev. 625 (1996).

⁸⁶ S. Art. 5 Abs. 1 S. 4 lit. m, Art. 10 Abs. 2 lit. m sowie Erwägungsgrund 26 der Verbraucherkreditrichtlinie 2008, ABl. EG Nr. L 133 vom 22.5.2008, S. 133.

⁸⁷ Gemäß § 117 Abs. 2 S. 1 InvG müssen Investmentgesellschaften, die ein Dach-Sondervermögen im Sinne des § 113 InvG verwalten, folgenden Warnhinweis in ihren Verkaufsprospekten deutlich hervorheben: „Der Bundesminister der Finanzen warnt: Bei diesem Investmentfonds müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen.“ Zum Begriff des Dach-Sondervermögens s. *Baur* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 20 Rdnr. 119 ff.; *Sagasser/Schlösser* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 26 Rdnr. 237.

⁸⁸ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 81.

⁸⁹ *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1533 ff., 1537 (1998); *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 221; weitergehend *Klöhn*, S. 110; s. a. *Latin*, 41 UCLA L. Rev. 1193 (1994).

⁹⁰ BGH NJW 1999, 2273, 2274; s. a. BGH NJW 1994, 932, 933; *Wagner* in: Münchener Kommentar BGB, § 823 Rdnr. 642.

⁹¹ Dazu allgemein oben Teil 3, bei Fn. 27 f.

⁹² Ähnlich Art. 5 S. 4 lit. g der Verbraucherkreditrichtlinie 2008, ABl. EG Nr. L 133 vom 22.5.2008, S. 133, hinsichtlich Informationen im vorvertraglichen Stadium.

⁹³ BGHZ 123, 126.

⁹⁴ *Rehberg*, WM 2005, 1011, 1012. Dazu auch unten Teil 3, bei Fn. 1454 ff.

Im vorliegenden Zusammenhang ist ein viertes Instrument zur Bewältigung der Informationsüberlastung von besonderem Interesse. Der Gesetzgeber kann Informationspflichten derart ausgestalten, dass sie die Komplexität der Entscheidungsumgebung reduzieren. Dies führt zu einer gleichsam gesetzgeberisch induzierten Heuristik.⁹⁵ Dafür lassen sich im geltenden Privatrecht viele Anschauungsbeispiele finden. Im Folgenden soll exemplarisch die gesetzliche Verpflichtung zur Angabe des effektiven Jahreszinses im Verbraucherdarlehensvertrag untersucht werden.

bb) Angabe der effektiven Gesamtbelastung im Verbraucherdarlehensrecht

§ 492 Abs. 1 S. 5 BGB verpflichtet den Darlehensgeber bei einem Verbraucherdarlehen, den Verbraucher über zahlreiche Aspekte des Darlehensvertrags beim Abschluss des Vertrags zu informieren. Diese Informationspflichten sollen die umfassende Information des Darlehensnehmers über die mit dem Darlehen verbundenen finanziellen Belastungen sicherstellen.⁹⁶ Bevor der Darlehensnehmer den Darlehensvertrag abschließt, soll er über alle Belastungen informiert werden, die auf ihn im Laufe der Zeit zukommen.⁹⁷ Dadurch soll er einerseits vor einer zukünftigen Überschuldung geschützt werden.⁹⁸ Andererseits soll ihm ein kostengünstiger, verlässlicher Vergleich mit konkurrierenden Angeboten ermöglicht werden.⁹⁹ Wenn genügend Darlehensnehmer diese Information bei

⁹⁵ Guthrie in: Gigerenzer/Engel (Hrsg.), S. 425, 433 f.; Craswell, 92 Va. L. Rev. 565, 578 (2006); Edwards, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol'y 199, 222 f. (2005); Choi/Pritchard, 56 Stan. L. Rev. 1, 61 (2003). Dies kann auch deshalb sinnvoll sein, weil bei fehlender gesetzgeberischer Intervention die Gefahr besteht, dass sich Menschen bei der eigenständigen Reduktion der komplexen Entscheidungssituation auf falsche oder unwichtige Entscheidungsattribute konzentrieren, s. Kind, S. 472. Grundsätzlich a.A. Grether/Schwartz/Wilde, 59 S. Cal. L. Rev. 277 (1986), die keine Notwendigkeit gesetzgeberischer Intervention bei einer Informationsüberlastung sehen, da Menschen diese mit Hilfe von Heuristiken selbst bewältigen könnten. Zu Recht kritisch die Entgegnungen von Latin, 41 UCLA L. Rev. 1193, 1212 ff. (1994); Eisenberg, 59 S. Cal. L. Rev. 306, 307 ff. (1986); Paredes, 81 Wash. U.L.Q. 417, 443 (2003). Zum Begriff der Heuristik s. oben Teil 3, bei Fn. 70 f.

⁹⁶ Schürnbrand in: Münchener Kommentar BGB, § 492 Rdnr. 1; Kessal-Wulf in: Staudinger, § 492 Rdnr. 26; Möller in: Bamberger/Roth (Hrsg.), § 492 Rdnr. 1; Saenger in: Erman, § 492 Rdnr. 10; BGH NJW 2006, 681, 683. Die Vorschrift setzt Art. 4 Abs. 2 der Verbraucherkreditrichtlinie 1987, ABl. EG Nr. L 42 vom 12.2.1987, S. 48, zuletzt geändert durch Richtlinie 98/7/EG, ABl. EG Nr. L 101 vom 1.4.1998, S. 17, um. Die derzeitigen deutschen Regelungen gehen jedoch inhaltlich über die europarechtlichen Vorgaben der Verbraucherkreditrichtlinie 1987 hinaus, s. Schürnbrand in: Münchener Kommentar BGB, § 492 Rdnr. 9. Zu den Änderungen durch die Verbraucherkreditrichtlinie 2008 s. Rott, WM 2008, 1104; Siems, EuZW 2008, 454. Allgemein zu dieser Richtlinie s. oben Teil 3, bei Fn. 27 f.

⁹⁷ Schürnbrand in: Münchener Kommentar BGB, § 492 Rdnr. 37; zu Parallelen bei Teilzeit-Wohnrechte-Verträgen s. Martinek in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 528 f.

⁹⁸ Ramsay in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47, 48 m.w.N.

⁹⁹ Schürnbrand in: Münchener Kommentar BGB, § 492 Rdnr. 1; Saenger in: Erman, § 492 Rdnr. 10; Ramsay in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47, 48; Vogel, S. 210. Dagegen ist es

ihrer Entscheidungsfindung berücksichtigen, kann dies auch Auswirkungen auf den Wettbewerb unter den Darlehensgebern haben.¹⁰⁰

Auch in diesem Fall besteht die Gefahr, dass der Darlehensnehmer in der Masse der ihm dargebotenen Informationen ertrinkt. So muss der Darlehensgeber dem Darlehensnehmer gemäß § 492 Abs. 1 S. 5 Nr. 4 BGB den Zinssatz sowie alle sonstigen Kosten des Darlehens im Detail aufschlüsseln.¹⁰¹ Allerdings versucht der Gesetzgeber, eine Informationsüberlastung zu verhindern, indem er besonders relevante Informationen in kompakten Informationspaketen bündelt. Einerseits muss der Darlehensnehmer gemäß § 492 Abs. 1 S. 5 Nr. 2 BGB über den Brutto-Darlehensbetrag, das heißt alle zur Tilgung und Zinszahlung zu leistenden Teilzahlungen, informiert werden. Dadurch sollen dem Verbraucher seine gesamte finanzielle Belastung aus der Kreditaufnahme klar gemacht und ihm ein Preisvergleich ermöglicht werden.¹⁰² Im vorliegenden Zusammenhang von besonderem Interesse ist andererseits, dass der Darlehensgeber gemäß § 492 Abs. 1 S. 5 Nr. 5 BGB den Darlehensnehmer über den – in § 492 Abs. 2 BGB definierten und in § 6 der Preisangabenverordnung¹⁰³ näher geregelten – effektiven Jahreszins des Darlehens informieren muss.¹⁰⁴ Durch diese wichtige Regelung¹⁰⁵ sollen dem Darlehensnehmer die jährliche Gesamtbelastung aus der Darlehensaufnahme verdeutlicht und ein Preisvergleich ermöglicht werden.¹⁰⁶

nicht Zweck der Vorschrift, den Vergleich zwischen unterschiedlichen Finanzierungsformen zu ermöglichen, s. *Habersack*, WM 2006, 353, 355.

¹⁰⁰ *Ramsay* in: *Howells/Janssen/Schulze* (Hrsg.), S. 47, 48. Da die erhöhte Transparenz zu Gewinneinbußen der Darlehensgeber führen kann, liegt es nicht in deren Interesse, entsprechende Vergleichsmöglichkeiten freiwillig zur Verfügung zu stellen. Dies legitimiert ein Eingreifen des Gesetzgebers. Dazu aus der Perspektive der Theorie öffentlicher Güter *Beales/Craswell/Salop*, J. L. & Econ. 24 (1981), 491, 523 f. Zum verwandten Problem im U.S.-amerikanischen Kapitalmarktrecht s. oben Teil 3, Fn. 20.

¹⁰¹ Die Aufschlüsselung der sonstigen Kosten erfasst allerdings nur Kosten, die der Darlehensnehmer im Fall ordnungsgemäßer Abwicklung des Darlehensvertrags zu tragen hat, also beispielsweise nicht die Vorfälligkeitsentschädigung oder Kosten der Nichterfüllung (Rechtsverfolgungskosten, Verzugszinsen, Überweisungskosten), s. *BGH NJW* 1998, 602, 603; *Schürnbrand* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 492 Rdnr. 51; *Kessal-Wulf* in: *Staudinger*, § 492 Rdnr. 53; *Möller* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 492 Rdnr. 16; s.a. § 6 Abs. 3 der Preisangabenverordnung. Dies ändert sich teilweise durch Art. 5 f., 10 der Verbraucherkreditrichtlinie 2008, ABl. EG Nr. L 133 vom 22.5.2008, S. 133, s. *Rott*, WM 2008, 1104, 1108.

¹⁰² *Schürnbrand* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 492 Rdnr. 43; *Kessal-Wulf* in: *Staudinger*, § 492 Rdnr. 35; *Saenger* in: *Erman*, § 492 Rdnr. 15.

¹⁰³ Preisangabenverordnung, BGBl. I Nr. 76 vom 18.10.2002, S. 4197.

¹⁰⁴ *Schürnbrand* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 492 Rdnr. 1. Näher zur Berechnung des effektiven Jahreszinses s. *Kessal-Wulf* in: *Staudinger*, § 492 Rdnr. 78 ff.; *Saenger* in: *Erman*, § 492 Rdnr. 43 ff.

¹⁰⁵ So die Gesetzesbegründung zum Verbraucherkreditgesetz, die bezüglich der Angabe des effektiven Jahreszinses vom „wichtigsten Bestandteil der Verbraucheraufklärung“ spricht, s. Bundesregierung, BT-Drs. 11/5462 vom 25.10.1989, S. 1, S. 19.

¹⁰⁶ *Schürnbrand* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 492 Rdnr. 52; *Kessal-Wulf* in: *Staudinger*, § 492 Rdnr. 56; *Möller* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 492 Rdnr. 17; *Weidenkaff* in:

Eine solche Konzentration des Informationsmodells auf wenige besonders wichtige Daten wird für Verbraucherdarlehensverträge durch die neue Verbraucherkreditrichtlinie aus dem Jahr 2008, die bis Mai 2010 in deutsches Recht umgesetzt werden muss,¹⁰⁷ auf eine noch breitere Basis gestellt. So verpflichten Art. 4 Abs. 2 lit. c beziehungsweise Art. 5 Abs. 1 S. 4 lit. g der Richtlinie den Darlehensgeber, den effektiven Jahreszins nicht nur im eigentlichen Darlehensvertrag, sondern auch bei vorvertraglichen Informationen und selbst in Werbung für Kreditverträge anzugeben.

Die Konzentration des Informationsmodells auf wenige wichtige Daten lässt sich auch in anderen Rechtsgebieten und -ordnungen beobachten. Im Wertpapierhandelsrecht verpflichten § 31 Abs. 3 S. 3 Nr. 4 WpHG, § 5 Abs. 2 Nr. 5 lit. a WpDVerOV¹⁰⁸ Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kunden über die Gesamtkosten einer Geldanlage zu informieren.¹⁰⁹ Gemäß § 5 Abs. 2 des Wertpapierprospektgesetzes¹¹⁰ muss ein Wertpapierprospekt eine Zusammenfassung enthalten,¹¹¹ in der kurz und allgemein verständlich die wesentlichen Merkmale und Risiken des angebotenen Wertpapiers genannt werden.¹¹² Um den Anleger vor dem Eindruck zu schützen, die Zusammenfassung enthalte alle für die Anlageentscheidung relevanten Informationen, muss die Zusammenfassung entsprechende Warnhinweise enthalten, dass dem nicht so ist.¹¹³ Auch ansonsten enthalten das WpPG und die europäische Prospektverordnung¹¹⁴ Vorschriften, die die Komplexität des angebotenen Wertpapiers für den interessierten Anle-

Palandt, § 492 Rdnr. 13; *Saenger* in: *Erman*, § 492 Rdnr. 32. Der Nominalzins eignet sich für diese Zwecke angesichts der großen Bandbreite an Darlehensformen und -konditionen nur begrenzt, s. *Schürnbrand* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 492 Rdnr. 52.

¹⁰⁷ Dazu allgemein oben Teil 3, bei Fn. 27.

¹⁰⁸ Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung, BGBl. I Nr. 32 vom 20.7.2007, S. 1432.

¹⁰⁹ Diese Vorschriften setzen Art. 19 Abs. 3 der Finanzmarktrichtlinie, ABl. EG Nr. L 145 vom 30.4.2004, S. 1, und Art. 33 der Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie, ABl. EG Nr. L 241 vom 2.9.2006, S. 26, um. Dazu *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1379.

¹¹⁰ S. dazu das Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BGBl. I Nr. 36 vom 27.6.2005, S. 1698.

¹¹¹ Dazu *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 85; *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 501 f. Allgemein zum WpPG *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81; *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498; *Schnorbus*, AG 2008, 389; *von Rosen* in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 2 Rdnr. 149 ff.; *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068. Zur europäischen Prospekttrichtlinie, die durch das WpPG in deutsches Recht umgesetzt wird, s. *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501; *Sandberger*, EWS 2004, 297; monographisch *Wiegel*.

¹¹² Zum Inhalt der Zusammenfassung s. § 5 Abs. 2 WpPG und Anhang IV der Prospekttrichtlinie, ABl. EG Nr. L 345 vom 31.12.2003, S. 64. Gemäß Erwägungsgrund 21 der Prospekttrichtlinie und einer entsprechenden Formulierung in der Regierungsbegründung zum die Richtlinie umsetzenden Wertpapierprospektgesetz soll die Zusammenfassung „in der Regel“ nicht mehr als 2500 Worte umfassen; s. *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 502; *Wiegel*, S. 211.

¹¹³ *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 85; *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 505; *Wiegel*, S. 211.

¹¹⁴ Prospektverordnung, ABl. EG Nr. L 186 vom 18.7.2005, S. 3.

ger reduzieren.¹¹⁵ Im Recht der Investmentgesellschaften verpflichtet § 41 Abs. 2 S. 1 InvG die Investmentgesellschaft, im Interesse der Kostentransparenz eine Gesamtkostenquote („total expense ratio“) im Jahresbericht und im vereinfachten Verkaufsprospekt auszuweisen.¹¹⁶ Im Versicherungsvertragsrecht leitet das Bundesverfassungsgericht aus Art. 2 Abs. 1 GG, Art. 14 Abs. 1 GG einen Schutzauftrag an den Gesetzgeber ab, für transparente Preisgestaltungen von Lebensversicherungen zu sorgen.¹¹⁷

In den USA regelt der „Truth in Lending Act“¹¹⁸ nahezu jedes Verbraucherdarlehen einschließlich Kreditkarten-, Kfz-Miet- und Hypothekengeschäfte.¹¹⁹ Seit seinem Inkrafttreten im Jahr 1968 folgt dieses Gesetz – wie auch viele andere U.S.-amerikanische Verbraucherschutzvorschriften¹²⁰ – im Schwerpunkt¹²¹ dem Informationsmodell.¹²² Danach ist der Kreditgeber verpflichtet, den Kreditnehmer über die jährlichen effektiven Kosten des Kredits aufzuklären, die neben der Zinsrate auch sonstige Gebühren und Nebenkosten umfassen. Die unterschiedlichen Kostenparameter des Kredits werden zu diesem Zweck in einer „annual percentage rate“ (APR) zusammengefasst.¹²³ Zwar werden die Regelungen zur „annual percentage rate“ im Detail kritisiert, da bestimmte Nebenkosten bei der Berechnung der „annual percentage rate“ nicht berücksichtigt werden.¹²⁴ Auch sind die Regulierungen zur Berechnung und Veröffentlichung der „annual percentage rate“ äußerst umfangreich und komplex.¹²⁵ Im Grundsatz wird das An-

¹¹⁵ Dazu *Wiegel*, S. 303 ff. Die Idee, den Emittenten eines Wertpapiers gesetzlich zur Wiedergabe von Ratingergebnissen zu verpflichten und dadurch Probleme der Informationsüberlastung zu lösen, hat sich im europäischen Vergleich nur selten durchgesetzt, s. *Hopt/Voigt* in: *Hopt/Voigt* (Hrsg.), S. 9, 41. Zu den Versuchen der U.S.-amerikanischen „Securities and Exchange Commission“, komplexe Finanzinstrumente durch „value at risk“-Analysen transparenter zu machen (s. dazu die sogenannte „item 305 regulation S-K“ in 17 C.F.R. § 229.305), s. *Schwarcz*, 2004 U. Ill. L. Rev. 1, 8 ff.; *Wiegel*, S. 305 f.; *Werlen* in: *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.), § 37 Rdnr. 46 ff.

¹¹⁶ Näher dazu *Baur* in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 20 Rdnr. 347. Zu den Änderungen durch das Investmentänderungsgesetz, BGBl. I Nr. 68 vom 27.12.2007, S. 3089, s. *Schmolke*, ZBB 2007, 454.

¹¹⁷ Allerdings hat der Gesetzgeber diesbezüglich einen weiten Gestaltungsspielraum. S. zum Ganzen BVerfG NJW 2005, 2376; 2006, 1783; s. dazu *Mülbert*, WM 2007, 1149, 1158.

¹¹⁸ 15 U.S.C. §§ 1601–1667 (2008).

¹¹⁹ Allgemein zum „Truth in Lending Act“ s. *Edwards*, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol’y 199, 202 f. (2005); *Rubin*, 80 Geo. L.J. 233 (1991); *Willis*, 65 Md. L. Rev. 707, 743 ff. (2006).

¹²⁰ *Bar-Gill*, S. 43 ff.

¹²¹ Eine Ausnahme bildet das Rücktrittsrecht des 15 U.S.C. § 1635 (2008).

¹²² *Edwards*, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol’y 199, 203 (2005).

¹²³ Zu der Regelung im Einzelnen s. 15 U.S.C. § 1606 (2008) sowie die Ausführungsbestimmungen in der so genannten „Regulation Z“, insbesondere 12 C.F.R. §§ 226.5a(b)(1), 226.5b, 226.7(g), 226.14, 226.16, 226.17, 226.18, 226.26 (2008).

¹²⁴ Dazu und zu weiteren Kritikpunkten *Edwards*, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol’y 199, 214 ff., 220 ff. (2005); *Engel/McCoy*, 80 Tex. L. Rev. 1255, 1269, 1306 f. (2002); *Willis*, 65 Md. L. Rev. 707, 749 ff. (2006).

¹²⁵ Die Regelungen in § 492 Abs. 1 S. 5 Nr. 5 BGB, § 6 Preisangabenverordnung inklusive

liegen des „Truth in Lending Act“ jedoch begrüßt, den Kreditnehmer mit Hilfe der „annual percentage rate“ über die tatsächlichen effektiven Kosten eines Kredits aufzuklären.¹²⁶

4. Fehlerhafte Informationsverarbeitung: Kognitive Beschränkung

a) Problem

aa) Einführung

Es hat sich gezeigt, dass das Informationsmodell an Grenzen stößt, wenn Marktteilnehmer die Informationen, die ihnen dargeboten werden, nicht mehr aufnehmen können. In solchen Situationen einer Informationsüberlastung stehen dem Gesetzgeber mehrere Instrumente zur Verfügung. Im Verbraucherschutz- und Kapitalmarktrecht erscheint es besonders attraktiv, den Marktteilnehmer nicht mit einer Vielzahl an Einzelinformationen zu überladen, sondern diese Einzelinformationen in der Angabe einer effektiven jährlichen Belastung zu bündeln. Oftmals wird vertreten, mit Hilfe dieses Instruments könne das Problem der Informationsüberlastung gelöst werden.¹²⁷

Bevor man diesen Schluss zieht, muss jedoch untersucht werden, ob Verbraucher und Anleger die angegebene effektive jährliche Belastung überhaupt richtig verarbeiten und in die Entscheidungsfindung, ob der Vertrag abgeschlossen werden soll, angemessen einbeziehen. Die Konsumentenverhaltensforschung, die im Schnittfeld von Volkswirtschaftslehre, Betriebswirtschaftslehre und Kognitionspsychologie angesiedelt ist und von der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts rezipiert wird, lässt diesbezüglich Zweifel aufkommen. Sie hat in vielfältigen Untersuchungen gezeigt, dass Menschen bestimmte systematische Verhaltensweisen aufweisen können, welche die Informationsverarbeitung beeinträchtigen können.¹²⁸ Es ist das Anliegen der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts, das rational-theoretische Verhaltensmodell, in dem das Informationsmodell verankert ist,¹²⁹ um derartige Erkenntnisse zu erweitern.¹³⁰

Anhang zu § 6 zeichnen sich ebenfalls durch eine erhebliche Komplexität aus. Kritisch *Kessal-Wulf* in: Staudinger, § 492 Rdnr. 1.

¹²⁶ *Epstein*, 92 Minn. L. Rev. 803, 807 f. (2008); *Edwards*, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol’y 199, 214 (2005); *Willis*, 65 Md. L. Rev. 707, 744 (2006); *Guthrie* in: Gigerenzer/Engel (Hrsg.), S. 425, 434.

¹²⁷ *Grundmann*, NJW 2000, 14, 18; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1140 f.; *Grundmann/Kerber/Weatherill* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 3, 26; *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 529.

¹²⁸ *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol’y 21 (1998), 131, 144 f.; *Howells*, J. L. & Soc’y 32 (2005), 349, 359.

¹²⁹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 59.

¹³⁰ *Haar*, VuR 2004, 161, 165.

Sind diese Erkenntnisse auch auf die Verarbeitung angegebener effektiver jährlicher Belastungen bei einem Darlehensvertrag anwendbar, kann es unzureichend sein, wenn der Gesetzgeber in einem Informationsmodell versucht, das Problem der Informationsüberlastung durch eine Informationspflicht hinsichtlich effektiver jährlicher Belastungen zu lösen. Das herkömmliche Informationsmodell nimmt an, dass Menschen zwar uninformiert sein mögen, aber dennoch vollständig rational handeln.¹³¹ Trifft letzteres nicht zu, können Informationspflichten der dargestellten Art nicht weiter helfen.¹³²

Die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts hat eine Vielzahl von Verhaltensabweichungen identifiziert, die eine korrekte Informationsverarbeitung, wie sie das rationaltheoretische Verhaltensmodell voraussetzt, verhindern. So spielt es für die Entscheidung von Menschen eine wichtige Rolle, ob sie die Konsequenzen ihrer Entscheidung als Gewinn oder als Verlust wahrnehmen.¹³³ Nach diesem „framing“-Effekt¹³⁴ kann die Art der Informationsdarstellung die Präferenzen von Menschen verändern. Er widerspricht damit der rationaltheoretischen Annahme inhaltlich stabiler Präferenzen,¹³⁵ wonach die Präferenzbildung unabhängig von der Darstellung der Entscheidungsalternativen ist.¹³⁶ Es spielt für die Kaufentscheidung eines Käufers beispielsweise eine Rolle, ob der Verkäufer beim Autokauf einen „Rabatt“ verspricht oder ob er den Kaufinteressenten darüber informiert, dass dieses das einzige Auto sei,

¹³¹ *Block-Lieb/Janger*, 84 Tex. L. Rev. 1483, 1560 (2006); *Bar-Gill*, S. 6, 55; s. a. *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 522.

¹³² *Block-Lieb/Janger*, 84 Tex. L. Rev. 1483, 1560 (2006); *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 754, 797 f. (2008); *Bar-Gill*, S. 55; *Korobkin*, 70 U. Chi. L. Rev. 1203, 1234 (2003).

¹³³ Grundlegend *Tversky/Kahneman*, Science 211 (1981), 453. In einem der von *Amos Tversky* und *Daniel Kahneman* durchgeführten Experimente wurden 150 Teilnehmer vor zwei Entscheidungssituationen gestellt. In der ersten Entscheidungssituation konnten sie zwischen (a) einem sicheren Gewinn von 250 \$ und (b) einer 25 %-igen Wahrscheinlichkeit, 1000 \$ zu gewinnen (und ansonsten nichts zu gewinnen), wählen. Hier entschieden sich 84 % für Möglichkeit (a) und 16 % für Möglichkeit (b). In der zweiten Entscheidungssituation konnten sie zwischen (c) einem sicheren Verlust von 750 \$ und (d) einer 75 %-igen Wahrscheinlichkeit, 1000 \$ zu verlieren (und ansonsten nichts zu verlieren), wählen. Hier entschieden sich 13 % für Möglichkeit (c) und 87 % für Möglichkeit (d). In der ersten Entscheidungssituation ist die Mehrzahl der Teilnehmer risikoavers, während sie in der zweiten Entscheidungssituation risikofreudig ist. Ein solches Entscheidungsverhalten lässt sich auf der Grundlage des rationaltheoretischen Verhaltensmodells nicht erklären. *Tversky* und *Kahneman* führen es auf den „framing“-Effekt zurück. S. weiterhin *Tversky/Kahneman*, J. Bus. 59 (1986), S251; *Tversky/Thaler*, J. Econ. Persp. 4 (2) (1990), 201; *Korobkin/Ulen*, 88 Cal. L. Rev. 1051, 102 ff. (2000).

¹³⁴ Dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 72.

¹³⁵ Dazu oben Teil 2, nach Fn. 56.

¹³⁶ *Korobkin/Ulen*, 88 Cal. L. Rev. 1051, 103 (2000); *Klöhn*, S. 96; *Block-Lieb/Janger*, 84 Tex. L. Rev. 1483, 1532 f., 1547 (2006); *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431, 446 f. (2006); *van Aaken* in: *Anderheiden u.a.* (Hrsg.), S. 110, 115 f. Dazu auch oben Teil 2, bei Fn. 57.

auf das man „keinen Zuschlag“ zahlen müsse.¹³⁷ Solche Erkenntnisse müssen die Ausgestaltung von Informationspflichten beeinflussen.¹³⁸

Neben dem „framing“-Effekt ist zu beachten, dass Menschen regelmäßig bedingte Wahrscheinlichkeiten nicht korrekt berechnen.¹³⁹ Bei mehrdeutigen Entscheidungssachverhalten halten sie unbewusst zu lange an einmal geformten Erwartungen fest („belief perseverance“)¹⁴⁰ und überbewerten Informationen, die ihre bereits geformten Erwartungen bestätigen („confirmation bias“).¹⁴¹ Auch kommt es vor, dass sich Verbraucher bei finanziellen Entscheidungen eher an den Entscheidungen von anderen Verbrauchern als daran orientieren, was für sie persönlich die optimale Entscheidung ist.¹⁴² Schließlich kann es sein, dass sich ein Verbraucher bei der Entscheidungsfindung auf bestimmte Eigenschaften des Produkts (beispielsweise Farbe und Motorleistung beim Kauf eines Kraftfahrzeugs) fixiert und dabei andere Eigenschaften (beispielsweise die Garantiebedingungen) systematisch unterschätzt.¹⁴³

Diese und viele weitere Effekte, die von der Konsumentenverhaltensforschung auf empirischer und experimenteller Grundlage untersucht werden, können die Effektivität eines gesetzgeberischen Informationsmodells beeinflussen. Eine enzyklopädische Aufzählung und Aufarbeitung aller denkbaren Ver-

¹³⁷ Klöhn, S. 96; van Aaken in: Anderheiden u.a. (Hrsg.), S. 110, 115 f.

¹³⁸ van Aaken in: Anderheiden u.a. (Hrsg.), S. 110, 116; Jolls/Sunstein/Thaler, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1535 f. (1998), die auf das Problem endogener Präferenzen in diesem Zusammenhang hinweisen. Dazu auch Frey/Kirchgässner, S. 352, 365, und genauer unten Teil 3, C.II.2.c), S. 107.

¹³⁹ Eine bedingte Wahrscheinlichkeit ist die Wahrscheinlichkeit, dass Ereignis B eintritt, unter der Bedingung, dass Ereignis A bereits vorher eingetreten ist. Das *Bayes'sche* Gesetz gibt an, wie solche bedingten Wahrscheinlichkeiten zu berechnen sind (dazu Rieck, S. 291 ff.). Empirisch zeigt sich, dass Menschen solche bedingten Wahrscheinlichkeiten nicht nach dem *Bayes'schen* Gesetz berechnen, sondern die Wahrscheinlichkeit des Ereignisses B danach bestimmen, inwieweit B die typischen Charakteristika von A trägt. Zu dieser so genannten „Repräsentationsheuristik“ s. grundlegend Kahneman/Tversky, Cogn. Psych. 3 (1972), 430; s. weiterhin Englerth in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 60, 93 f.; Klöhn, S. 103 ff. So kann es Marktteilnehmern schwer fallen, Garantiebedingungen, die nur im unwahrscheinlichen Fall eines Defekts des erworbenen Gegenstands praktische Wirkungen entfalten, in der Entscheidungsfindung adäquat zu berücksichtigen; s. Haar, VuR 2004, 161, 164 m.w.N.

¹⁴⁰ Edwards in: Kahneman/Slovic/Tversky (Hrsg.), S. 359; Klöhn, S. 107.

¹⁴¹ Chapman/Johnson in: Kahneman/Slovic/Tversky (Hrsg.), S. 120, 133; Langevoort, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 135 (1997); Eidenmüller, JZ 2005, 216, 218; Klöhn, S. 107; Fleischer in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575, 577. Zum zugrunde liegenden Ankereffekt s. oben Teil 2, bei Fn. 73; s.a. Englerth in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 60, 94 f.; Block-Lieb/Janger, 84 Tex. L. Rev. 1483, 1533 f. (2006).

¹⁴² Zu dieser „Imitationsheuristik“ s. Guthrie in: Gigerenzer/Engel (Hrsg.), S. 425, 431; zu Implikationen im Bereich der Altersvorsorge Benartzi/Thaler, J. Econ. Persp. 21 (3) (2007), 81; zu den Implikationen von Herdenverhalten im Kapitalmarktrecht s. Klöhn, S. 124 ff.; Bainbridge, 68 U. Cin. L. Rev. 1023, 1037 ff. (2000).

¹⁴³ Haar, VuR 2004, 161, 164 m.w.N.

haltensabweichungen ist nicht das Ziel der vorliegenden Untersuchung.¹⁴⁴ Vielmehr konzentriert sich die Untersuchung im weiteren Verlauf auf die Kombination dreier Effekte, die die Wirksamkeit des Informationsmodells bei der Angabe konzentrierter jährlicher effektiver Belastungen in besonders schwerwiegender Weise beschränken können.¹⁴⁵ Es geht um die Kombination von Überoptimismus, Kontrollillusion und zeitlich inkonsistenten Präferenzen.

bb) Überoptimismus und Kontrollillusion

Es entspricht der allgemeinen Lebenserfahrung, dass Menschen bei ihrer Entscheidungsfindung oftmals zu selbstbewusst sind und zu übermäßigem Optimismus neigen. Es ist das Verdienst der psychologischen Entscheidungsforschung, gezeigt zu haben, dass dieser Überoptimismus-Effekt („over-optimism bias“ und „over-confidence bias“) eine systematische Abweichung vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell darstellt.¹⁴⁶

In einer U.S.-amerikanisch-schwedischen Untersuchung gaben 90 % aller Befragten an, dass sie ihr Fahrzeug besser als der Durchschnitt aller Autofahrer beherrschen.¹⁴⁷ In einer U.S.-amerikanischen Untersuchung waren sich die befragten heiratswilligen Paare zwar bewusst, dass in den USA 50 % aller Ehen geschieden werden. Sie gaben aber die Wahrscheinlichkeit, dass ihre eigene Ehe geschieden werde, mit 0 % an.¹⁴⁸ In einer weiteren U.S.-amerikanischen Untersuchung schätzten die meisten der befragten Studenten, dass in ihrem zukünftigen Leben bestimmte negative Ereignisse mit unterdurchschnittlicher Wahrscheinlichkeit und bestimmte positive Ereignisse mit überdurchschnittlicher Wahrscheinlichkeit eintreten würden.¹⁴⁹

¹⁴⁴ Dazu nur *Latin*, 41 UCLA L. Rev. 1193, 1229 ff. (1994). Allgemein zur Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, C, S. 8.

¹⁴⁵ In der Einschätzung der Bedeutung dieser Fallgruppe ebenso *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1210.

¹⁴⁶ *Weinstein*, J. Pers. & Soc. Psych. 39 (1980), 806; *DellaVigna*, J. Econ. Lit. 47 (2009), 315, 341 ff.; *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 139 ff. (1997); *Klöhn*, S. 116 ff.; *Englerth* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 60, 95 f.; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 218; *Fleischer* in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575, 577; *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1209; *Latin*, 41 UCLA L. Rev. 1193, 1243 f. (1994); *van Aaken* in: Anderheiden u.a. (Hrsg.), S. 110 119; *Howells*, J. L. & Soc'y 32 (2005), 349, 360 f. Dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 80.

¹⁴⁷ *Svenson*, Acta Psychologica 47 (1981), 143.

¹⁴⁸ *Baker/Emery*, L. & Human Behav. 17 (1993), 439, 443. Für die von *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 218, und *Englerth* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 60, 96, berichtete Untersuchung, wonach 96 % beziehungsweise 94 % der Professoren glauben, überdurchschnittlich gute Professoren zu sein, ließ sich keine belastbare Quelle finden. *Eidenmüller* zitiert nur einen Nachrichtenbeitrag, der sich auf eine mündliche Überlieferung bezieht. *Englerth* führt kein Zitat an. Vielleicht sind Professoren eine Ausnahme.

¹⁴⁹ *Weinstein*, J. Pers. & Soc. Psych. 39 (1980), 806. Es ging um berufliche, persönliche und gesundheitliche Ereignisse, beispielsweise Arbeitslosigkeit, schwere Krankheit und Ähnliches.

Die Liste solcher Untersuchungen ließe sich fortsetzen.¹⁵⁰ Heute ist der Überoptimismus-Effekt einer der am besten belegten Effekte, die von der Kognitions- und Sozialpsychologie untersucht werden.¹⁵¹ Zwar mögen Menschen gewisse Risiken abstrakt richtig einschätzen. Sie beziehen diese Einschätzung aber oftmals nicht auf sich selbst.¹⁵² Außerdem ignorieren Menschen oftmals Risiken mit einer geringen Wahrscheinlichkeit, selbst wenn das Risiko möglicherweise einschneidende Folgen hat.¹⁵³ Dadurch überschätzen sie ihre eigenen Fähigkeiten. Wie bei anderen Verhaltensabweichungen sind sie sich dessen nicht bewusst.¹⁵⁴ Der Überoptimismus-Effekt ist im Wesentlichen unabhängig von Alter, Geschlecht, Ausbildung oder Beruf.¹⁵⁵ Er kann selbst die Effektivität von sehr deutlich gestalteten Warnhinweisen verringern.¹⁵⁶

Eng mit dem Überoptimismus-Effekt hängt eine Verhaltensabweichung zusammen, die als Kontrollillusion („illusion of control“) bezeichnet wird.¹⁵⁷ Experimentelle Untersuchungen haben gezeigt, dass Menschen systematisch zu dem Glauben tendieren, Einflussmöglichkeiten auf zufällige Ereignisse zu besitzen, wenn ihr Verhalten den Anschein einer Kontrollmöglichkeit geben kann. In einem grundlegenden Experiment kauften Teilnehmer ein Lotterielos für 1 \$. Manche der Teilnehmer konnten das zu kaufende Los aus der Lostrommel auswählen. Anderen Teilnehmern wurde das Los aus der Lostrommel zugewiesen. Danach wurden alle Teilnehmer gefragt, zu welchem Preis sie bereit wären, das Los zu verkaufen. Der durchschnittliche Preis der Teilnehmer, die das Los auswählen konnten, betrug 8,67 \$. Der durchschnittliche Preis der Teilnehmer, denen das Los zugewiesen war, betrug 1,96 \$.¹⁵⁸ Das Auftreten dieser Kontrollillusion wurde inzwischen in zahllosen Zusammenhängen nachgewiesen.¹⁵⁹

Der Überoptimismus-Effekt und die Kontrollillusion können die Effektivität von Informationspflichten hinsichtlich der effektiven jährlichen Belastung eines Darlehensnehmers beeinträchtigen. Die Fähigkeit, ein Darlehen zurück zu zahlen, wird maßgeblich von äußeren Ereignissen – einerseits Scheidung,

¹⁵⁰ Hinweise finden sich bei *Hanson/Kysar*, 74 N.Y.U. L. Rev. 630, 654 ff. (1999); umfassend die Übersicht bei *DellaVigna*, J. Econ. Lit. 47 (2009), 315, 341 ff.

¹⁵¹ *Armor/Taylor* in: Gilovich/Griffin/Kahneman (Hrsg.), S. 334; *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431, 435 (2006); *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 204 (2006).

¹⁵² *Englerth* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 60, 95; *Korobkin*, 70 U. Chi. L. Rev. 1203, 1232 (2003).

¹⁵³ *Latin*, 41 UCLA L. Rev. 1193, 1245 ff. (1994); *Klöhn*, S. 99 f.; *Eisenberg* in: Newman (Hrsg.), S. 282, 284 f.

¹⁵⁴ *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 139 (1997).

¹⁵⁵ *Hanson/Kysar*, 74 N.Y.U. L. Rev. 630, 655 (1999); *Weinstein/Klein* in: Gilovich/Griffin/Kahneman (Hrsg.), S. 313.

¹⁵⁶ *Klöhn*, S. 189 ff.

¹⁵⁷ Dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 77.

¹⁵⁸ Grundlegend *Langer*, J. Pers. & Soc. Psych. 32 (1975), 311, 316.

¹⁵⁹ *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431, 437 (2006) m.w.N.; *Hanson/Kysar*, 74 N.Y.U. L. Rev. 630, 658 f. (1999).

Unfall, Arbeitslosigkeit und ähnliche finanzielle Belastungen, andererseits Beförderungen, Kapitalgewinnen und ähnliche finanzielle Vorteile – beeinflusst. Die Informationspflicht hinsichtlich der effektiven jährlichen Belastung geht implizit davon aus, dass der Darlehensnehmer korrekt berechnen kann, ob er sich die Rückzahlung des Darlehens in Zukunft leisten kann. Dazu wäre erforderlich, dass der Darlehensnehmer die Wahrscheinlichkeit und die voraussichtlichen finanziellen Auswirkungen zukünftiger unsicherer Ereignisse, die ihm die Rückzahlung des Darlehens erschweren beziehungsweise erleichtern, korrekt berechnen kann.

Wenn der Darlehensnehmer aufgrund des Überoptimismus-Effekts und der Kontrollillusion die Wahrscheinlichkeit und Kosten zukünftiger nachteiliger Ereignisse systematisch unterschätzt und aufgrund des Überoptimismus-Effekts die Wahrscheinlichkeit und Kosten zukünftiger vorteilhafter Ereignisse systematisch überschätzt, hilft eine bloße Aufklärung des Darlehensnehmers über die effektive jährliche Belastung nicht weiter. Das Informationsmodell stößt hier an Grenzen.¹⁶⁰ Der Überoptimismus-Effekt und die Kontrollillusion können dem Darlehensnehmer die korrekte Bildung von Erwartungswerten¹⁶¹ unmöglich machen und dazu führen, dass dieser in erhöhtem Maße Darlehen aufnimmt.¹⁶²

cc) Zeitlich inkonsistente Präferenzen

Wenn der Überoptimismus-Effekt und die Kontrollillusion auch wichtige Grenzen des Informationsmodells offenbaren, sind die entsprechenden Untersuchungen doch wenig geeignet, den Umfang der Verhaltensabweichungen im Falle der Darlehensaufnahme zu quantifizieren. Auf den ersten Blick versprechen die Untersuchungen zu zeitlich inkonsistenten Präferenzen,¹⁶³ diese Lücke zu schließen. Im Folgenden soll untersucht werden, inwieweit die Analysen zu zeitlich inkonsistenten Präferenzen bei der Ausgestaltung des Informationsmodells weiterhelfen können.

¹⁶⁰ *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 207 (2006); *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 797 (2008); *Bar-Gill*, 98 Nw. U. L. Rev. 1373, 1378 (2004); *Hanson/Kysar*, 74 N.Y.U. L. Rev. 630, 657 (1999); *Korobkin*, 70 U. Chi. L. Rev. 1203, 1203 (2003). Zu unterschiedlichen erfolglosen Versuchen, den Überoptimismus-Effekt durch „debiasing“-Strategien zu reduzieren, s. *Weinstein/Klein* in: Gilovich/Griffin/Kahneman (Hrsg.), S. 313.

¹⁶¹ Zum damit verwandten Konzept des Erwartungsnutzens s. oben Teil 2, bei Fn. 62.

¹⁶² Zum Überoptimismus-Effekt s. *Block-Lieb/Janger*, 84 Tex. L. Rev. 1483, 1542 (2006); *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431, 436, 456 (2006); *Bar-Gill*, S. 15; *Bar-Gill*, 98 Nw. U. L. Rev. 1373, 1373 f., 1400 (2004); *Sunstein*, 73 U. Chi. L. Rev. 249, 252 (2006); *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 207 (2006); *Kilborn*, 22 Emory Bankr. Dev. J. 13, 18 f. (2005); *Armstrong*, S. 29. Zur Kontrollillusion s. *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431, 436 f. (2006); *Kilborn*, 22 Emory Bankr. Dev. J. 13, 18 (2005); *Bar-Gill*, 98 Nw. U. L. Rev. 1373, 1373, 1395 f. (2004). *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 208 f. (2006), weisen auch auf mögliche gegenläufige Effekte hin.

¹⁶³ Dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 82.

Steht ein Verbraucher vor der Entscheidung, ob er ein Darlehen aufnehmen will oder nicht, muss er im Zeitpunkt der Entscheidung über die Darlehensaufnahme (t_0) die Kosten und den Nutzen der Darlehensaufnahme vergleichen. Sowohl Kosten als auch Nutzen des Darlehens entwickeln sich erst langfristig. Die Kosten (c) des Darlehens bestehen aus den jeweiligen Zinszahlungsverpflichtungen, die den Verbraucher während der Laufzeit des Darlehens [$t_1 \dots t_T$] treffen (also [$c_1 \dots c_T$]). Auch muss der Verbraucher berücksichtigen, dass er später – entweder auf einmal oder in Raten – das Darlehen tilgen muss. Entschieden sich der Verbraucher im Zeitpunkt t_0 , dass er das Darlehen aufnehmen will, so muss er die Kosten des Darlehens, die erst in der Zukunft anfallen werden, bei der Entscheidungsfindung im Zeitpunkt t_0 berücksichtigen. Nimmt der Verbraucher im Zeitpunkt t_0 das Darlehen auf, so wertet er die Konsummöglichkeit im Zeitpunkt t_0 höher als die Einschränkungen des Konsums in den Perioden [$t_1 \dots t_T$], die durch die zukünftigen Kosten des Darlehens entstehen (s. Abbildung 1).

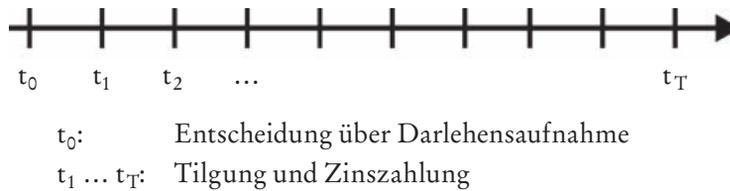


Abbildung 1: Zeitlicher Verlauf eines Darlehens

Da die Kosten [$c_1 \dots c_T$] erst in der Zukunft anfallen werden, wird der Verbraucher diese im Zeitpunkt t_0 nur diskontiert berücksichtigen. Das ökonomische Standardmodell geht davon aus, dass die Bewertung von Entscheidungen, deren Auswirkungen sich erst über eine Zeitspanne entwickeln, nur von einem Faktor abhängt: der Diskontrate.¹⁶⁴ Sie gibt das Verhältnis an, mit dem ein Verbraucher im Zeitpunkt t_0 die Einschränkungen des zukünftigen Konsums in den Perioden [$t_1 \dots t_T$] im Vergleich zum gegenwärtigen Konsumgewinn gewichtet.¹⁶⁵

Fraglich ist, mit welcher Diskontrate der Verbraucher die zukünftigen Kosten eines Darlehens typischerweise diskontiert. Das ökonomische Standardmodell verwendet eine konstante Diskontrate, was zu einer exponentiellen Diskontfunktion führt.¹⁶⁶ Die Kosten eines Darlehens mit der Laufzeit T stellen sich dann wie folgt dar:¹⁶⁷

¹⁶⁴ *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 355.

¹⁶⁵ *Pindyck/Rubinfeld*, S. 560 f.

¹⁶⁶ Grundlegend *Samuelson*, Rev. Econ. Stud. 4 (1937), 155. Zur Bedeutung des Modells in der Geschichte der Ökonomie s. *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351 ff. Öffentlich-rechtliche Anwendung bei *Hofmann*, S. 56 ff.

¹⁶⁷ Dabei sind ρ die Diskontrate, $(\frac{1}{1+\rho})^t$ die Diskontfunktion, c_{t_0} die Kosten im Zeitpunkt

$$c = c_{t_0} + \sum_{t=1}^T \left(\frac{1}{1+q} \right)^t c_t$$

Die Annahme einer konstanten Diskontrate bedeutet, dass ein Verbraucher, der zum heutigen Zeitpunkt 100 € gegenüber 110 € in einem Jahr vorzieht, zum heutigen Zeitpunkt auch 100 € in fünf Jahren gegenüber 110 € in sechs Jahren vorziehen sollte. Die Auszahlung von 100 € sind dem Verbraucher immer mehr wert als die um ein Jahr verzögerte Auszahlung von 110 €, und zwar unabhängig davon, wann die 100 € ausgezahlt werden. Die Verschiebung der Auszahlung führt zu keiner Veränderung der Präferenzen des Verbrauchers.¹⁶⁸ In diesem Beispiel beträgt die Diskontrate konstant 10 %.

Breite empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass die Annahme konstanter Diskontraten nicht der Realität entspricht.¹⁶⁹ In einem Experiment wurden Teilnehmer gebeten, die sofortige Auszahlung von 15 \$ mit der verspäteten Auszahlung eines frei wählbaren Geldbetrags zu vergleichen. Die Teilnehmer sollten den Geldbetrag angeben, der sie zwischen der sofortigen Auszahlung von 15 \$ und der um einen Monat, ein Jahr oder zehn Jahren verzögerten Auszahlung des gewählten Geldbetrags indifferent machen würde. Im Mittel gaben die Teilnehmer an, eine sofortige Auszahlung mit einer um einen Monat verzögerten Auszahlung von 20 \$, einer um ein Jahr verzögerten Auszahlung von 50 \$ und einer um zehn Jahren verzögerten Auszahlung von 100 \$ gleich zu setzen. Daraus ergeben sich implizite jährliche Diskontraten von 345 %, 120 % beziehungsweise 9 %.¹⁷⁰

t_0 und c_t die jeweiligen Kosten des Darlehens zum Zeitpunkt $t = [1 \dots T]$. Die klassische Formulierung zeitlich inkonsistenter Präferenzen geht auf *Laibson*, *Quart. J. Econ.* 112 (1997), 443, 449, und *O'Donoghue/Rabin*, *Am. Econ. Rev.* 89 (1999), 103, 106, zurück. Danach ist der diskontierte Nutzen gegenwärtiger Aktivitäten in Periode t und zukünftiger Aktivitäten in Perioden $t+1$ bis $T-t$: $U^t(u_t, \dots, u_T) \equiv u_t + \beta \sum_{i=1}^{T-t} \delta^i u_{t+i}$, wobei $\beta \leq 1$. Marktteilnehmer weisen einen Diskontfaktor von $\beta\delta$ zwischen der gegenwärtigen und einer zukünftigen Periode, aber nur einen Diskontfaktor von δ zwischen zwei zukünftigen Perioden auf. Ist $\beta < 1$, liegt eine quasi-hyperbolische Diskontfunktion. Eine exponentielle Diskontfunktion ist nur ein Spezialfall dieser Funktion, bei der $\beta = 1$ ist. S. zum Ganzen *Meier/Sprenger*, S. 2 f.; *O'Donoghue/Rabin* in: *Blundell/Newey/Persson* (Hrsg.), S. 215, 217 ff.; *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, *J. Econ. Lit.* 40 (2002), 351, 355; *DellaVigna/Malmendier*, *Quart. J. Econ.* 119 (2004), 353, 359.

¹⁶⁸ *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, *J. Econ. Lit.* 40 (2002), 351, 358; *van Aaken* in: *Anderheiden u.a.* (Hrsg.), S. 110, 120.

¹⁶⁹ *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, *J. Econ. Lit.* 40 (2002), 351, 393, meinen zusammenfassend: „Indeed, virtually every core and ancillary assumption of the [discounted utility] model has been called into question by empirical evidence collected in the past two decades“; ebenso *Loewenstein/Prelec* in: *Kahneman/Tversky* (Hrsg.), S. 578, 579.

¹⁷⁰ *Thaler*, *Econ. Letters* 8 (1981), 201, 203 f. Zur Frage der Höhe der Diskontrate s. unten Teil 3, bei Fn. 210 ff.

Die Teilnehmer hatten also keine Diskontrate, die im Verlauf der Zeit konstant blieb. Vielmehr sank die Diskontrate im Verlauf der Zeit rapide ab.¹⁷¹ Andere Untersuchungen führten zu ähnlichen Hinweisen auf zeitlich inkonsistente Diskontraten.¹⁷² Heute besteht eine breite empirische und experimentelle Evidenz dafür, dass Menschen zeitlich inkonsistente Diskontraten haben.¹⁷³ Sie zeigen sich unter anderem bei der Entscheidung über die Aufnahme von Darlehen¹⁷⁴ und der Altersvorsorge,¹⁷⁵ aber auch bei der Arbeitssuche,¹⁷⁶ Nahrungsaufnahme,¹⁷⁷ dem Besuch von Fitness-Studios,¹⁷⁸ der Ausgestaltung von Mobilfunkverträgen¹⁷⁹ oder dem Medien-¹⁸⁰ und Tabakkonsum.¹⁸¹ Dabei sind sich viele Menschen der zeitlichen Inkonsistenz ihrer Diskontraten nicht bewusst.¹⁸²

Die Intuition zeitlich inkonsistenter Präferenzen ist jedem wohlvertraut. Man mag sich beispielsweise im Jahr 2008 vornehmen, ab dem Jahr 2009 mehr Geld für die Altersvorsorge zurück zu legen (oder aufhören zu rauchen). Im Jahr 2009 entscheidet man sich dann aber dafür, diesen Plan auf das Jahr 2010 zu verschieben.¹⁸³ Kennzeichen zeitlich inkonsistenter Präferenzen ist es, dass Menschen langfristige Pläne für zukünftige Perioden haben. Gelangen die Menschen allerdings zu diesen zukünftigen Perioden, verletzen sie die eigenen Pläne systematisch.

¹⁷¹ Daher wird das Phänomen der zeitlich inkonsistenten Diskontraten teilweise auch als „present bias“ bezeichnet; s. *O'Donoghue/Rabin*, *Am. Econ. Rev.* 89 (1999), 103, 111.

¹⁷² S. dazu die Nachweise in *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, *J. Econ. Lit.* 40 (2002), 351, 360 ff.

¹⁷³ Einen Überblick über die empirische Evidenz liefert *DellaVigna*, *J. Econ. Lit.* 47 (2009), 315, 319 ff.

¹⁷⁴ *Meier/Sprenger*, S. 8 f. m.w.N.; *Laibson*, *Quart. J. Econ.* 112 (1997), 443, 460 ff.; *Laibson/Repetto/Tobacman* in: Aghion u.a. (Hrsg.), S. 228. Aus methodischer Sicht interessant *Meier/Sprenger*. Zur starken Inanspruchnahme von Kreditkarten als Darlehensinstrument und der darauf resultierenden hohen Verschuldung von Haushalten in den USA s. *Meier/Sprenger*; *O'Donoghue/Rabin* in: *Blundell/Newey/Persson* (Hrsg.), S. 215, 222 ff.; *Reifner*, *VuR* 2009, 170.

¹⁷⁵ *O'Donoghue/Rabin* in: *Blundell/Newey/Persson* (Hrsg.), S. 215, 224 f. m.w.N.

¹⁷⁶ *DellaVigna/Paserman*, *J. Labor Econ.* 23 (2004), 527.

¹⁷⁷ *Shapiro*, *J. Pub. Econ.* 89 (2005), 303.

¹⁷⁸ *DellaVigna/Malmendier*, *Am. Econ. Rev.* 96 (2006), 694.

¹⁷⁹ *Grubb*.

¹⁸⁰ *Benesch/Frey/Stutzer*.

¹⁸¹ *Gruber/Köszegi*, *Quart. J. Econ.* 116 (2001), 1261.

¹⁸² *Bar-Gill*, 98 *Nw. U. L. Rev.* 1373, 1398 f. (2004); *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, *J. Econ. Lit.* 40 (2002), 351, 365. Allerdings gibt es zu dieser Frage vergleichsweise wenig belastbare empirische Forschung, s. *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, *J. Econ. Lit.* 40 (2002), 351, 367 f.

¹⁸³ *Engert*, *ZfA* 2004, 311, 313; *Laibson*, *Quart. J. Econ.* 112 (1997), 443, 446; *Loewenstein/Prelec* in: *Kahneman/Tversky* (Hrsg.), S. 578, 583; *van Aaken* in: *Anderheiden u.a.* (Hrsg.), S. 110, 120 f.; *Angeletos u.a.*, *J. Econ. Persp.* 15 (3) (2001), 47, 51 f.

Das Verdienst der Untersuchungen zu zeitlich inkonsistenten Diskontraten liegt nicht darin, diesen Konflikt aufgedeckt zu haben. Das Verdienst liegt in dem Versuch, diesen Konflikt zu quantifizieren und in das rationaltheoretische Standardmodell der Ökonomie zu integrieren.¹⁸⁴ Der Versuch einer Integration in das ökonomische Standardmodell erfolgt üblicherweise durch die Annahme hyperbolischer statt exponentieller¹⁸⁵ Diskontfunktionen.¹⁸⁶ Mit Hilfe dieser Funktionsform sollen die empirisch beobachteten Diskontraten in einer mathematischen Funktion abgebildet werden, die zur Berechnung der Nutzenmaximierung im ökonomischen Standardmodell verwendet werden kann.¹⁸⁷ Mit der einfachsten Form einer hyperbolischen Diskontfunktion¹⁸⁸ stellen sich die Kosten eines Darlehens mit der Laufzeit T wie folgt dar:¹⁸⁹

$$c = c_{t_0} + \sum_{t=1}^T \frac{1}{t} c_t$$

Die Intuition hinter den unterschiedlichen Diskontfunktionen lässt sich an folgendem Beispiel veranschaulichen: Im Zeitpunkt t_0 wird einem Verbraucher der Abschluss eines zehnjährigen Darlehensvertrags angeboten, bei dem der Verbraucher über die gesamte Laufzeit einen gleichbleibenden jährlichen Darle-

¹⁸⁴ Kilborn, 22 Emory Bankr. Dev. J. 13, 22 (2005). Dazu auch unten Teil 4, bei Fn. 75 ff.

¹⁸⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 166.

¹⁸⁶ Frederick/Loewenstein/O'Donoghue, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 360. Damit soll nicht gesagt sein, dass hyperbolische Diskontfunktionen zu zeitlich inkonsistenten Präferenzen führen; dies ist streng genommen nicht der Fall (s. Rasmusen), wird aber auch in der ökonomischen Literatur nicht immer hinreichend beachtet. Zu alternativen Modellierungsansätzen s. Frederick/Loewenstein/O'Donoghue, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 369 ff. Am wichtigsten sind dabei Ansätze, die inkonsistente Präferenzen als den Konflikt von „multiple selves“ modellieren; dazu Frederick/Loewenstein/O'Donoghue, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 375 f.; Laibson/Repetto/Tobacman in: Aghion u.a. (Hrsg.), S. 228, 239; Fudenberg/Levine, Am. Econ. Rev. 96 (2006), 1449; juristische Adaption bei Wagner-von Papp, AcP 205 (2005), 342, 351 f.; zur psychologischen und neurologischen Fundierung solcher Modelle s. unten Teil 3, bei Fn. 217 f.: s. weiterhin Angeletos u.a., J. Econ. Persp. 15 (3) (2001), 47.

¹⁸⁷ Frederick/Loewenstein/O'Donoghue, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 360.

¹⁸⁸ Es geht im Folgenden nicht um die konkrete Form der Diskontfunktion. Zu unterschiedlichen Vorschlägen hyperbolischer Diskontfunktionen s. Frederick Loewenstein/O'Donoghue, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 360 Fn. 13. Oftmals werden auch quasi-hyperbolische Diskontfunktionen verwendet. Ein Beispiel ist die in Teil 3, Fn. 167 definierte Nutzenfunktion. Im vorliegenden Zusammenhang ist nur relevant, dass die Diskontrate zeitlich inkonsistent ist. Es gibt zahllose Wege, um diese Eigenschaft in einer Diskontfunktion abzubilden; zu nicht-hyperbolischen zeitlich inkonsistenten Diskontfunktionen s. beispielsweise Bleichrodt/Rohde/Wakker, Games & Econ. Behav. 66 (2009), 27. Auch führt eine quasi-hyperbolische Diskontfunktion nicht notwendigerweise zu zeitlich inkonsistenten Präferenzen, s. oben Teil 3, Fn. 186. Zur konkreten Höhe zeitlich inkonsistenter Diskontraten s. unten Teil 3, bei Fn. 210 ff.

¹⁸⁹ Dabei sind $\frac{1}{t}$ die Diskontfunktion, c_{t_0} die Kosten im Zeitpunkt t_0 und c_t die jeweiligen Kosten des Darlehens zum Zeitpunkt $t=[1 \dots T]$.

henszins entrichten muss. Um sich im Zeitpunkt t_0 zu entscheiden, ob er den Darlehensvertrag abschließen wird, berechnet der Verbraucher die gesamte Zinsbelastung über die zehn Jahre des Darlehensvertrags (also $[c_1 \dots c_{10}]$) und ermittelt daraus die Gesamtkosten des Darlehens. Mit Hilfe seiner Diskontrate bestimmt er jeweils, wie hoch er die zukünftigen Kosten, die in den Zeitpunkten $[t_1 \dots t_{10}]$ anfallen werden, im Zeitpunkt t_0 bewertet.

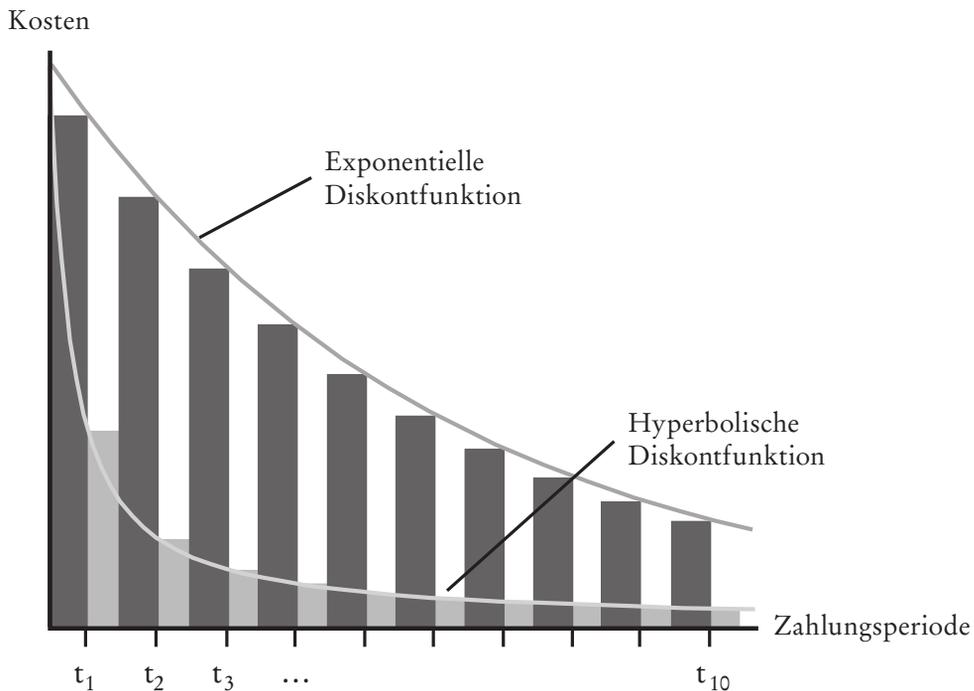


Abbildung 2: Exponentielle und hyperbolische Diskontfunktion

Verwendet der Verbraucher eine konstante Diskontrate, so bewertet er die zukünftigen Kosten in den Zeitpunkten $[t_1 \dots t_{10}]$ beispielsweise so, wie sie in Abbildung 2 als dunkelgraue Balken dargestellt sind.¹⁹⁰ Verwendet der Verbraucher dagegen eine zeitlich inkonsistente Diskontrate, so bewertet er die zukünftigen Kosten in den Zeitpunkten $[t_1 \dots t_{10}]$ beispielsweise so, wie sie in Abbildung 2 als hellgraue Balken dargestellt sind.

¹⁹⁰ Im Beispiel muss der Verbraucher den Darlehenszins einmal pro Jahr zahlen. Dies veranschaulichen die Balken in Abbildung 2. In einem solchen diskreten Fall spielen die kontinuierlichen Diskontfunktionen, die hellgrau dargestellt sind, bei der Berechnung der Gesamtkosten des Darlehens keine unmittelbare Rolle. Sie sollen in der Abbildung nur veranschaulichen, wie der Verbraucher die Höhe der Balken bestimmt. Die genaue Form der hyperbolischen und exponentiellen Diskontfunktionen kann stark variieren. Dies ändert nichts an der grundsätzlichen Aussage dieser exemplarischen Darstellung. Daher wird darauf nicht näher eingegangen.

In beiden Fällen wird der Verbraucher die jeweiligen Balken aufaddieren und daraus die Gesamtkosten des Darlehens berechnen. Der Vergleich zeigt, dass die Addition der dunkelgrauen Balken zu höheren Kosten führt als die Addition der hellgrauen Balken. Dies veranschaulicht, dass der hyperbolisch diskontierende Verbraucher – gemessen am Ideal des *hominis oeconomici*¹⁹¹ – die Gesamtkosten eines Darlehens systematisch unterschätzt.¹⁹² Er wird sich höher verschulden als der *homo oeconomicus*.¹⁹³

All dies zeigt, dass zeitlich inkonsistente Diskontraten für die rechtsökonomische Analyse des Verbraucherschutzrechts von hoher Bedeutung sind.¹⁹⁴ Zeitlich inkonsistente Diskontraten können dazu führen, dass der Verbraucher den gegenwärtigen Konsum, der ihm durch die Darlehensaufnahme ermöglicht wird, sehr stark bewertet und zukünftige Kosten dieses Konsums systematisch

¹⁹¹ Zu grundlegenden methodischen Problemen dieses Vergleichs s. unten Teil 4, bei Fn. 92 ff.

¹⁹² Das Beispiel stellt den einfachsten Fall eines Darlehens mit konstantem Darlehenszins, diskreten Zahlungszeitpunkten und zeitlich limitierter Vertragsdauer dar. Die rein graphische Darstellung komplizierterer Fälle ist schwierig. An der Struktur des Arguments ändert sich auch in solchen Fällen nichts.

¹⁹³ *Meier/Sprenger*, S. 6. Zu einer parallelen Argumentation in kartellrechtlichem Zusammenhang *Bechtold*, Kontrolle von Sekundärmärkten, S. 41 f. Auf einen potentiellen Einwand gegen die vorliegende Argumentation soll hingewiesen werden. Zwar trifft es zu, dass bei kleinem t die hyperbolische Funktion unter der exponentiellen Funktion liegt, also kleinere y -Werte aufweist. Bei großem t schneiden sich beide Funktionen aber, und die hyperbolische Funktion liegt danach über der exponentiellen Funktion; s. die Abbildung in *Laibson*, Quart. J. Econ. 112 (1997), 443, 450; *Angeletos u.a.*, J. Econ. Persp. 15 (3) (2001), 47, 51. Nimmt man die mathematische Abbildung menschlichen Diskontierungsverhaltens in exponentiellen und hyperbolischen Funktionen ernst, dreht sich bei sehr langfristiger Betrachtung die im Text getroffene Aussage um: Der Erwartungswert des hyperbolisch diskontierenden Verbrauchers wird dann größer als der Erwartungswert des exponentiell diskontierenden Verbrauchers. Dies wird in der verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Analyse oftmals nicht beachtet. Allerdings ist der Einwand nicht zu schwerwiegend. Einerseits ist die Abbildung real beobachteter Diskontraten in hyperbolischen Diskontfunktionen nur eine grobe Näherung, die angesichts der Varianz der real beobachteten Diskontraten (dazu unten Teil 3, bei Fn. 211 f.) keinen Anspruch auf Exaktheit erheben kann. Insbesondere erscheint fraglich, ob die Abbildung des realen Diskontierungsverhaltens bei sehr fernen Perioden durch hyperbolische Diskontfunktionen noch realistisch ist. Selbst wenn man dies außer Acht lässt, ist andererseits zu beachten, dass der Erwartungswert des hyperbolisch diskontierenden Verbrauchers den Erwartungswert des exponentiell diskontierenden Verbrauchers erst übersteigt, wenn der Verbraucher über sehr viele Perioden diskontieren muss. In den hier interessierenden Fällen diskontiert der Verbraucher regelmäßig über einige wenige – im Höchstfall über einige Dutzend – Perioden, sein Planungshorizont ist also begrenzt. Dann liegt der Erwartungswert der hyperbolisch diskontierenden Verbrauchers regelmäßig unter dem Erwartungswert des exponentiell diskontierenden Verbrauchers. Damit ist der Einwand in den hier interessierenden Fällen ohne Relevanz. Eine exakte Darlegung dieser Argumentationslinie würde eine mathematische Modellierung der Diskontfunktionen und eine empirische Überprüfung des Planungshorizonts von Verbrauchern erfordern. Beides kann im vorliegenden Rahmen nicht geleistet werden.

¹⁹⁴ Ebenso die Einschätzung von *Schön* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 1191, 1210.

unterschätzt.¹⁹⁵ Aufgrund zeitlich inkonsistenter Diskontraten kann ein Verbraucher ein höheres Darlehen aufnehmen, um das gegenwärtig gewünschte Konsumniveau zu finanzieren, obwohl dies seinen eigenen langfristigen Interessen widerspricht.¹⁹⁶ Der Verbraucher hat bei der Aufnahme des Darlehens eine starke Präferenz für den gegenwärtigen Konsum, obwohl er langfristig eine höhere Präferenz für zukünftigen Konsum hat und sich daher im Zeitpunkt t_0 eigentlich gegen die Aufnahme des Darlehens entscheiden müsste.¹⁹⁷

b) Lösungsmöglichkeiten

Wie oben dargestellt wurde, wird oftmals argumentiert, eine Informationsüberlastung, die aus Informationspflichten resultiert, könne durch eine Konzentration der Informationspflichten auf wenige Kerndaten – im Verbraucherdarlehensrecht insbesondere die effektive jährliche Belastung aus dem Darlehen – verhindert werden.¹⁹⁸ Diese Verankerung im rationaltheoretischen Verhaltensmodell¹⁹⁹ setzt voraus, dass ein Verbraucher eine vollständig rationale Entscheidung hinsichtlich der Darlehensaufnahme trifft, sobald er über den effektiven Jahreszins des Darlehens informiert ist.

Die Untersuchungen zum Überoptimismus, zur Kontrollillusion und insbesondere zu zeitlich inkonsistenten Präferenzen haben gezeigt, dass selbst ein Verbraucher, der über die zukünftigen Kosten vollständig informiert ist, keine vollständig rationale Entscheidung hinsichtlich der Darlehensaufnahme trifft, weil er die zukünftigen Kosten des Darlehens systematisch unterschätzt. Das Informationsmodell wird nicht nur durch Probleme bei der Informationsaufnahme, sondern auch durch Probleme bei der Informationsverarbeitung beeinträchtigt. Diese Erkenntnis muss die Ausgestaltung des Informationsmodells im Verbraucherschutzrecht beeinflussen.²⁰⁰ Es bieten sich Ansätze innerhalb und außerhalb des Informationsmodells an.

¹⁹⁵ Meier/Sprenger, S. 3.

¹⁹⁶ Block-Lieb/Janger, 84 Tex. L. Rev. 1483, 1546 (2006); Meier/Sprenger, S. 3, 6 f.; Kilborn, 22 Emory Bankr. Dev. J. 13, 22 (2005); Frederick/Loewenstein/O'Donoghue, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 366; Sunstein, 73 U. Chi. L. Rev. 249, 252 (2006); Bar-Gill, 92 Minn. L. Rev. 749, 765 (2008); Bar-Gill, 73 U. Chi. L. Rev. 33, 49 (2006); Bar-Gill, 98 Nw. U. L. Rev. 1373, 1396 f. (2004); Willis, 65 Md. L. Rev. 707, 776 ff. (2006). Teilweise wird eine Verbindung zwischen zeitlich inkonsistenten Diskontraten von Verbrauchern und der Krise auf dem U.S.-amerikanischen „subprime“-Hypothekenmarkt hergestellt; s. Bar-Gill, 94 Cornell L. Rev. 1073 (2009). Diesbezüglich kritisch Epstein, 92 Minn. L. Rev. 803, 832 (2008); s. a. Engel/McCoy, 80 Tex. L. Rev. 1255, 1273 f. (2002); Willis, 65 Md. L. Rev. 707 (2006).

¹⁹⁷ Block-Lieb/Janger, 84 Tex. L. Rev. 1483, 1535, 1546 (2006).

¹⁹⁸ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 95 ff., 127.

¹⁹⁹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 59.

²⁰⁰ Zu Auswirkungen dieser Erkenntnis auf das Informationsmodell im Insolvenzrecht s. Block-Lieb/Janger, 84 Tex. L. Rev. 1483 (2006); Harris/Albin, 7 Theor. Inq. L. 431 (2006); Kilborn, 22 Emory Bankr. Dev. J. 13 (2005).

aa) Ansätze innerhalb des Informationsmodells

Eine gesetzgeberische Intervention zur Bewältigung von Problemen bei der Informationsverarbeitung ist unnötig, wenn Verbraucher diese Probleme selbst bewältigen können. In unterschiedlichen Konstellationen mögen Verbraucher aus eigenen und fremden Fehlern lernen. Dies kann langfristig dazu führen, dass sich ihr Verhalten demjenigen eines rational handelnden Menschen annähert und die Auswirkungen von Überoptimismus, Kontrollillusion und zeitlich inkonsistenten Präferenzen minimiert werden.

Im Verbraucherdarlehensrecht kann dieser Ansatz nicht vollständig überzeugen. Die Bandbreite möglicher Darlehensangebote ist sehr groß und die Häufigkeit, mit der ein Verbraucher einen Darlehensvertrag abschließt, gering. Die fehlende Standardisierung des Produkts und die geringe Häufigkeit des individuellen Vertragsschlusses lassen es fraglich erscheinen, ob Verbraucher alleine aufgrund von Lerneffekten Überoptimismus, Kontrollillusion und zeitlich inkonsistente Präferenzen überwinden können.²⁰¹ Zwar mag die Einführung von Standardformularen für Verbraucherdarlehensverträge durch die Verbraucher kreditrichtlinie 2008 die Situation verbessern.²⁰² Allerdings ist zu beachten, dass sich Menschen der genannten Verhaltensabweichungen oftmals nicht bewusst sind.²⁰³ Dann sind die Möglichkeiten begrenzt, aus den negativen Konsequenzen zu lernen, die aus Verhaltensabweichungen resultieren.²⁰⁴ Zwar mögen in Einzelfällen Informationsintermediäre – wie die „Stiftung Waren-test“ – weiterhelfen. Eine vollständige Lösung des Problems der begrenzten Informationsverarbeitung durch Lernstrategien von Verbrauchern scheint aber nicht möglich.²⁰⁵

Kann der Gesetzgeber nicht darauf hoffen, dass Verbraucher die fehlerhafte Verarbeitung von Information selbständig bewältigen können, stehen ihm verschiedene Regulierungsinstrumente zur Verfügung. Am Beispiel der Informationspflicht hinsichtlich der effektiven jährlichen Belastung im Verbraucherdarlehensrecht soll dargestellt werden, in welchem Umfang diese Instrumente dazu beitragen können, das Informationsmodell doch noch wirksam zu implementieren.

Die Untersuchungen zu zeitlich inkonsistenten Diskontraten legen zunächst ein ungewöhnliches Regulierungsinstrument nahe: Wäre die genaue Form der

²⁰¹ Genauer *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 755 ff. (2008).

²⁰² Zu den „Europäischen Standardinformationen für Verbraucherkredite“ s. Anhang II der Verbraucherkreditrichtlinie 2008, ABl. EG Nr. L 133 vom 22.5.2008, S. 133, sowie *Rott*, WM 2008, 1104, 1108; *Siems*, EuZW 2008, 454, 458. Allgemein zur Richtlinie s. oben Teil 3, bei Fn. 27 f.

²⁰³ S. oben Teil 3, bei Fn. 154, 182.

²⁰⁴ *Bar-Gill/Warren*, 157 U. Pa. L. Rev. 1, 12 (2008).

²⁰⁵ Zu Lernstrategien zur Überwindung von Verhaltensabweichungen s. a. unten Teil 3, E.II.1.b), S. 270.

Diskontfunktion bekannt, mit der Verbraucher die zukünftigen Kosten des Darlehens im Zeitpunkt t_0 diskontieren, könnte der Gesetzgeber die Informationspflichten des Darlehensgebers entsprechend anpassen.²⁰⁶ Man nehme beispielsweise an, es wäre bekannt, dass Verbraucher Kosten in Höhe von 1000 €, die erst in zwei Jahren anfallen werden, typischerweise mit einem Diskontfaktor von 60 % diskontieren, dass ein *homo oeconomicus* jedoch einen Diskontfaktor von 85 % anwenden würde.²⁰⁷ Während der *homo oeconomicus* diese zukünftigen Kosten im Zeitpunkt t_0 also in Höhe von 850 € berücksichtigen würde, würde der Verbraucher mit zeitlich inkonsistenten Diskontraten die Kosten nur in Höhe von 600 € berücksichtigen. Wenn man den Verbraucher mit den zeitlich inkonsistenten Diskontraten informieren würde, das Darlehen verursache in zwei Jahren Kosten in Höhe von 1416,67 €, so würde auch dieser Verbraucher diese zukünftigen Kosten im Zeitpunkt t_0 in Höhe von 850 € berücksichtigen, da $1416,67 \text{ €} \times 0,6 \approx 850 \text{ €}$.

In der Tat wird vereinzelt erwogen, die Aufklärungspflicht hinsichtlich der effektiven jährlichen Belastung an empirisch beobachtete Diskontraten zu koppeln und dem Verbraucher dadurch eine informierte Entscheidung zu ermöglichen, die auf stabilen, konsistenten Präferenzen beruht und die zukünftigen Kosten der Darlehensaufnahme adäquat berücksichtigt.²⁰⁸

Bei dem Versuch, diesen eleganten „debiasing“-Mechanismus²⁰⁹ zu implementieren, wird man angesichts des gegenwärtigen Standes der empirischen und experimentellen Forschung zu zeitlich inkonsistenten Diskontraten wieder schnell auf den Boden der Tatsachen zurückgeholt. Eine Anpassung der Aufklärungspflicht an empirisch beobachtete Diskontraten setzt robuste empirische und experimentelle Ergebnisse zur Höhe von Diskontraten von Verbrauchern bei der Entscheidung über Darlehensverträge voraus. Daran fehlt es. In den letzten 35 Jahren gab es eine Vielzahl von Versuchen, die Diskontrate von Menschen in unterschiedlichen Zusammenhängen zu messen.²¹⁰ Überblickt man die Literatur, stellt sich Ernüchterung ein. Die Varianz der Ergebnisse ist geradezu erschreckend. Die ermittelten jährlichen Diskontraten variieren von

²⁰⁶ Zum grundsätzlichen methodischen Problem, bei zeitlich inkonsistenten Präferenzen eine normative Rangfolge zwischen kurz- und langfristiger Präferenz herstellen zu wollen, s. unten Teil 4, bei Fn. 91 ff.

²⁰⁷ Zum Unterschied zwischen Diskontrate und Diskontfaktor s. oben Teil 3, Fn. 167. Bei einem Menschen, der hyperbolisch diskontiert, nimmt die Diskontrate mit der Zeit ab, der Diskontfaktor hingegen zu.

²⁰⁸ So etwa O'Donoghue/Rabin in: Blundell/Newey/Persson (Hrsg.), S. 215, 228.

²⁰⁹ Durch einen „debiasing“-Mechanismus soll eine Verhaltensabweichung („bias“) beseitigt werden. Auch das Recht kann als „debiasing“-Mechanismus dienen; dazu grundlegend Jolls/Sunstein, 35 J. Legal Stud. 199 (2006).

²¹⁰ Einen Überblick über die empirische und experimentelle Forschung geben Frederick/Loewenstein/O'Donoghue, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 377 ff.

-6 % bis unendlich.²¹¹ Auch ist zu beachten, dass nicht jeder Mensch zeitlich inkonsistente Präferenzen aufweist und dass der Umfang der Inkonsistenz von Mensch zu Mensch sehr unterschiedlich sein kann.²¹² Es ist der empirischen und experimentellen Forschung bis heute nicht gelungen, eine allgemeine stabile Schätzung der menschlichen Diskontrate zu erstellen.²¹³

Das Versagen dieser Forschungsrichtung, sich auf eine anerkannte durchschnittliche Diskontrate zu einigen, beruht auf methodischen Problemen.²¹⁴ Unglücklicherweise ist nicht zu beobachten, dass diese methodischen Probleme mit der Zeit gelöst werden.²¹⁵ Auch ist es der Forschungsrichtung bis heute nicht gelungen, die beobachtete Varianz der Diskonraten in unterschiedliche robuste Fallgruppen zu unterteilen, die eine Grundlage für eine gesetzgeberische Regulierung im Informationsmodell sein könnten.²¹⁶

Die fehlende Konsistenz der empirischen Befunde lässt sich nicht durch überzeugende theoretische psychologische Modelle ausgleichen. Die Forschung zu den psychologischen Ursachen zeitlich inkonsistenter Präferenzen befindet sich noch sehr im Fluss. Zwar existieren zahlreiche Modelle, welche die menschliche Entscheidungsfindung in zwei kognitiven Systemen abbilden: einem affektiven System, das sofortige Befriedigung hoch bewertet und zukünftige Ereignisse stark diskontiert, und einem deliberativen System, das langfristige Erwägungen anstellt.²¹⁷ Dafür lassen sich selbst Beweise auf neurologischer Ebene finden.²¹⁸ Aus dieser Forschung lassen sich derzeit aber keine belastbaren, kon-

²¹¹ *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 377, 379. Dazu auch unten Teil 3, bei Fn. 1331.

²¹² *O'Donoghue/Rabin* in: *Blundell/Newey/Persson* (Hrsg.), S. 215, 219.

²¹³ *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 393, die auf S. 394 die Frage stellen, ob die Suche nach der Diskontrate überhaupt die richtige wissenschaftliche Fragestellung ist; s. a. *Willis*, 65 Md. L. Rev. 707, 777 (2006).

²¹⁴ Es geht einerseits um die Frage, nach welcher experimentellen Methode Diskonraten gemessen werden sollen. Andererseits geht es um die Frage, wie die Auswirkungen zeitlich inkonsistenter Präferenzen von anderen Effekten – beispielsweise bloße konkave Nutzenfunktionen, die Einschätzung unsicherer Ereignisse, Inflation, Gewohnheit und Ähnliches – methodisch sauber getrennt gemessen werden können. Schließlich spielt auch die Heterogenität menschlicher Präferenzen eine Rolle; dazu allgemein unten Teil 3, E.II, S. 267. S. zum Ganzen *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 352, 380 ff., 389 f.; *Andersten u.a.*, *Econometrica* 76 (2008), 583; *van Aaken* in: *Anderheiden u.a.* (Hrsg.), S. 110, 121 Fn. 41.

²¹⁵ *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 377.

²¹⁶ *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 352, 362.

²¹⁷ Dazu *Meier/Sprenger*, S. 7 m.w.N. Eine andere psychologische Erklärung zeitlich inkonsistenter Präferenzen auf Grundlage der so genannten „query theory“ liefern *Weber u.a.*, *Psych. Sci.* 18 (2007), 516; s. weiterhin *Daly/Delaney/Harmon*, J. Eur. Econ. Assoc. (659–669) (2009), .

²¹⁸ *McClure u.a.*, *Science* 306 (2005), 503, demonstrieren die Existenz solcher getrennter Systeme mit Hilfe funktioneller Magnetresonanz-Tomographie-Bildern des Gehirns. Zu damit verwandten ökonomischen „multiple selves“-Modell s. die Nachweise oben Teil 3, Fn. 186.

kreten Aussagen über die Form von Diskontfunktionen in konkreten Entscheidungssituationen ziehen.

Insgesamt zeigt sich einerseits, dass eine Anpassung von Aufklärungspflichten an empirisch beobachtete Diskontraten angesichts des derzeitigen Stands der empirischen und experimentellen Forschung nicht möglich ist. Andererseits zeigt sich, dass selbst bei einem robusteren Forschungsstand der Gesetzgeber sehr genaue Kenntnisse über spezifische Marktsituationen haben müsste. Die dabei entstehenden Kosten können eine solche Regulierung prohibitiv teuer machen.²¹⁹

Als zweites Regulierungsinstrument zur Bewältigung der Probleme der Informationsverarbeitung ist eine inhaltliche Ausweitung der Informationspflichten denkbar. Es geht um die Frage, ob man Verbraucher durch entsprechende Informationen auf ihre Verhaltensabweichungen – Überoptimismus, Kontrollillusion und zeitlich inkonsistente Präferenzen – aufmerksam machen kann. Die Möglichkeiten und Grenzen eines solchen „debiasing“ durch den Gesetzgeber werden erst langsam ausgelotet.²²⁰ Beispielsweise wäre es denkbar, Verbrauchern Informationen über die Wahrscheinlichkeiten positiver und negativer Ereignisse – beispielsweise Krankheit, Scheidung, Unfälle, Arbeitslosigkeit – zur Verfügung zu stellen. Durch darauf aufbauende Informationen über die Existenz und Auswirkungen des Überoptimismus-Effekts, der Kontrollillusion und zeitlich inkonsistenter Präferenzen sollten die Verbraucher unterstützt werden, diese Verhaltensabweichungen zu überwinden.²²¹

Ein solcher Ansatz hat den Vorteil geringer Eingriffsintensität. Verbraucher, die einer Verhaltensabweichung unterliegen, erhalten die Möglichkeit, diese zu überwinden. Verbraucher, die keiner Verhaltensabweichung unterliegen, werden durch die zusätzlichen Informationen nicht weiter belastet.²²² Zwar ist zweifelhaft, ob Verbraucher, die von den genannten Verhaltensabweichungen betroffen sind, sich dieser durch entsprechende Aufklärung entledigen kön-

²¹⁹ *Schwartz*, 37 J. Legal Stud. 131, 154 f. (2008). Zur Frage, welche Robustheit sozialwissenschaftliche Erkenntnisse für eine Rezeption im rechtswissenschaftlichen Diskurs haben müssen, s. unten Teil 4, bei Fn. 126 f.

²²⁰ Grundlegend *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199 (2006).

²²¹ *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431, 456 ff. (2006); *Bar-Gill*, S. 55 ff., 62 ff.; *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 798 f. (2008); *Bar-Gill*, 98 Nw. U. L. Rev. 1373, 1378, 1417 ff. (2004); *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 209 f., 212 ff. (2006); *Sunstein*, 73 U. Chi. L. Rev. 249, 260 (2006); *DellaVigna/Malmendier*, Quart. J. Econ. 119 (2004), 353, 373. Dazu im deutschen Kapitalmarktrecht *de lege ferenda Schmies* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 165, 180; *Fleischer* in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575, 583 f.

²²² Daher sehen *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431, 456 f. (2006); *Sunstein*, 73 U. Chi. L. Rev. 249, 256, 260 (2006), darin eine Regulierung auf Grundlage eines „libertären Paternalismus“; s.a. *Camerer u.a.*, 151 U. Penn. L. Rev. 1211, 1232 ff. (2003); kritisch *Englerth* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 231, 247 f.; *Choi/Pritchard*, 56 Stan. L. Rev. 1, 61 (2003). Zu dieser Kategorie s. unten Teil 3, bei Fn. 1258 f.

nen.²²³ Allerdings kann die Effektivität der Aufklärung durch die Verwendung deutlicher Warnhinweise erhöht werden.²²⁴ Inwieweit solche Aufklärungspflichten bei Verbraucherdarlehen tatsächlich weiterhelfen, kann nur durch empirische Untersuchungen geklärt werden.²²⁵ Daran fehlt es bislang.

Als drittes Regulierungsinstrument, um die Probleme der Informationsverarbeitung zu bewältigen, kommt die Einführung von Widerrufsrechten in Betracht. Widerrufsrechte können als Reaktion des Gesetzgebers auf die Grenzen des Informationsmodells verstanden werden.²²⁶ Auch das Verbraucherdarlehensrecht sieht ein Widerrufsrecht vor (§§ 495, 355 BGB).²²⁷ Im Zeitpunkt des Abschlusses eines Darlehensvertrags mag ein Verbraucher in besonderem Maße dem Überoptimismus-Effekt und der Kontrollillusion unterliegen. Kann er den Darlehensvertrag nach Vertragsschluss noch einmal überdenken, so mag ihm das Widerrufsrecht ermöglichen, diese Verhaltensabweichungen zu überwinden.

Allerdings erscheint es wenig wahrscheinlich, dass es einem Verbraucher gelingt, während der Widerrufsfrist zu realisieren, dass er zeitlich inkonsistenten Präferenzen unterliegt, und diese dann auch noch zu überwinden.²²⁸ Denkbar wäre auch, statt dem Widerrufsrecht ein Bestätigungsrecht des Verbrauchers vorzusehen, wonach der Verbraucherdarlehensvertrag nur Wirksamkeit entfaltet, wenn ihn der Verbraucher innerhalb einer bestimmten Frist bestätigt.²²⁹ Dies wirft Fragen optionaler Rechtsetzung auf, die noch detailliert analysiert werden.²³⁰

²²³ *Kilborn*, 22 *Emory Bankr. Dev. J.* 13, 23 (2005); *Sunstein*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 249, 260 f. (2006); *Choi/Pritchard*, 56 *Stan. L. Rev.* 1, 67 f. (2003). Parallelen zu Aufklärungsversuchen von Rauchern ziehen *Harris/Albin*, 7 *Theor. Inq. L.* 431, 457 (2006); *Bar-Gill*, 98 *Nw. U. L. Rev.* 1373, 1420 (2004). Optimistisch *Bar-Gill*, S. 65 f.; *Bar-Gill*, 98 *Nw. U. L. Rev.* 1373, 1420 (2004).

²²⁴ Dazu genauer s. *Sunstein*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 249, 261 ff. (2006); *Armstrong*, S. 29 f.; s. a. *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 *Stan. L. Rev.* 1471, 1533 ff. (1998); *Klöhn*, S. 189 ff. Zur Wirksamkeit von Warnhinweisen allgemein s. oben Teil 3, bei Fn. 85 ff.

²²⁵ *Jolls/Sunstein*, 35 *J. Legal Stud.* 199, 213 (2006). Nur am Rande sei erwähnt, dass die britische „Financial Services Authority“ seit Jahren die empirischen Auswirkungen von Informationspflichten im Kapitalmarktsektor untersucht; s. <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/research/Consumer/index.shtml> sowie *Rehberg* in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), S. 284, 332.

²²⁶ *Schön* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 1191, 1210; *Drexel*, S. 28; *Schirnbacher*, S. 151; *Goode* in: *Newman* (Hrsg.), S. 330, 334; *Armstrong*, S. 30; *Choi/Pritchard*, 56 *Stan. L. Rev.* 1, 65 (2003).

²²⁷ Vom Widerrufsrecht kann nicht zum Nachteil des Verbrauchers abgewichen werden. Das Widerrufsrecht ist damit halbzwingender Natur, s. § 506 BGB und Art. 22 Abs. 2 der Verbraucherkreditrichtlinie 2008, *ABl. EG Nr. L 133* vom 22.5.2008, S. 133; zu früheren Diskussionen s. *Fuchs*, *AcP* 196 (1996), 313, 344 ff.

²²⁸ Ähnlich *Drexel*, S. 485 f.

²²⁹ Dies könnte auch das Problem kognitiver Dissonanzen lösen, das verhindern kann, dass ein Widerrufsrecht häufig genug ausgeübt wird; dazu oben Teil 3, Fn. 3 f.

²³⁰ Allgemein zur Bedeutung der unterschiedlichen Ausgestaltung gesetzlicher Standard-Regelungen s. unten Teil 3, D.II.2.c)cc), S. 203.

Insgesamt zeigt sich, dass im Fall des Verbraucherdarlehens kein Regulierungsinstrument existiert, das die Probleme, die aus einer fehlerhaften Informationsverarbeitung von Menschen resultieren, *innerhalb* des Informationsmodells umfassend lösen kann. Damit wird eine Grenze des Informationsmodells deutlich. Das Informationsmodell ist als Regulierungsinstrument des zwingenden Vertragsrechts gut geeignet, wenn die davon begünstigten Marktteilnehmer zwar nicht vollständig informiert sind, aber ansonsten vollständig rational handeln. Sobald sie die dargebotenen Informationen nur fehlerhaft verarbeiten können, ist die Eignung des Informationsmodells zur Regelung von Konflikten im Vertragsrecht in Frage gestellt.²³¹

bb) Ansätze außerhalb des Informationsmodells

Damit zeigen sich Grenzen des Informationsmodells. Unterliegen Menschen in einem Bereich des Vertragsrechts, der auf Grundlage des Informationsmodells reguliert ist, starken kognitiven Beschränkungen bei der Informationsverarbeitung, ist das Informationsmodell kein geeignetes Regulierungsinstrument. Zwingendes Vertragsrecht in Form von Informationspflichten ist kein Allheilmittel. Bei der beschränkten Fähigkeit zur Informationsverarbeitung versagt das Informationsmodell. Dann sind andere Regelungsinstrumente – entweder eine Inhaltskontrolle durch zwingendes Vertragsrecht oder auch eine schlichte Nichtregulierung, also die Herstellung von Vertragsfreiheit – gefragt.²³²

Nachdem diese Grenze des Informationsmodells identifiziert wurde, kann auch etwas zum Verhältnis zwischen Informations- und Sozialmodell gesagt werden.²³³ Die vermeintlichen Vorteile des Informationsmodells helfen nicht, wenn das Informationsmodell nicht funktioniert. Versagt das Informationsmodell mangels Eignung, bietet sich das Sozialmodell als Regulierungsinstrument an. Angesichts der Grenzen des Informationsmodells im Verbraucherdarlehensrecht ist es auch in diesem Bereich angebracht, auf das Sozialmodell zurück zu greifen.²³⁴ Konkret bedeutet dies die Abkehr von bloßen Informationspflicht-

²³¹ Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1209 f.

²³² Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1211; *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol'y 21 (1998), 131, 145, 159; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 223; *Wendlandt*, VuR 2004, 117, 121; *Schirnbacher*, S. 150 f. Für ein Eingreifen inhaltlicher Regulierung anstelle des Informationsmodells in solchen Fällen *Stürmer* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1489, 1499; *Rehberg* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284, 342 f. Für Alternativen jenseits der Inhaltskontrolle *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 221.

²³³ Zu dieser Prüfungsreihenfolge s. schon oben Teil 3, bei Fn. 16 ff.

²³⁴ Ebenso Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1210; *Drexler*, S. 451; *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431, 454 f. (2006); *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 207 f. (2006); *Bar-Gill*, 98 Nw. U. L. Rev. 1373, 1378, 1422 f. (2004); *Korobkin*, 70 U. Chi. L. Rev. 1203, 1247 ff. (2003); *Howells*, J. L. & Soc'y 32 (2005), 349, 366 f.; s. a. *Schwarcz*, 2004 U. Ill. L. Rev. 1, 21 f., 23 ff.; *Choi/Pritchard*, 56 Stan. L. Rev. 1, 56 ff. (2003). Allgemein zur Bedeutung von Mischformen unterschiedlicher Regulierungsinstrumente s. unten Teil 4, B.I, S. 331.

ten und die Rückkehr zu einer materiellen Kontrolle von Verbraucherdarlehensverträgen.

Allerdings sind einem solchen Rückgriff auf das Sozialmodell enge Grenzen gesetzt.²³⁵ Eine allgemeine Preiskontrolle kann und darf der Gesetzgeber weder im Darlehensrecht noch in anderen Bereichen des Vertragsrechts durchführen.²³⁶ Dafür würde der Gesetzgeber Informationen über die Präferenzen von Marktteilnehmern benötigen, die er nicht in der notwendigen Detailtiefe haben kann.²³⁷ Auch ist es angesichts der Heterogenität von Verbrauchern unvermeidbar, dass eine starke Inhaltskontrolle von Verbraucherdarlehensverträgen die Privatautonomie mancher Verbraucher über Gebühr einschränken würde.²³⁸ Schließlich verursacht eine Preiskontrolle ihrerseits Kosten, insbesondere wenn die Regulierung zwischen verschiedenen Industriebranchen und Fallgruppen unterscheiden muss.²³⁹

Wenn die Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts daher auch nicht für eine umfassende inhaltliche Kontrolle von Verbraucherdarlehensverträgen streiten, so weisen sie doch auf die Grenzen des Informationsmodells und auf Kombinationsmöglichkeiten zwischen Informations- und Sozialmodell hin. Solche Kombinationsmöglichkeiten können das Informationsmodell sinnvoll ergänzen.²⁴⁰

Eine Kombination von Informations- und Sozialmodell lässt sich im geltenden Recht der Verbraucherdarlehen beobachten. So verpflichtet § 492 Abs. 1 S. 5 BGB den Darlehensgeber, den Verbraucher in vielfältiger Hinsicht über die Auswirkungen des Darlehens zu informieren.²⁴¹ Mit dieser Verankerung des Informationsmodells hat sich das BGB jedoch nicht gänzlich aus einer inhaltlichen Kontrolle des Verbraucherdarlehensvertrags verabschiedet. Denn die Rechtsprechung untersagt, gestützt auf § 138 Abs. 1 BGB, regelmäßig eine Zinsbelastung in Darlehensverträgen von relativ 100 % oder absolut 12 Prozentpunkten über dem marktüblichen Effektivzins (Sozialmodell).²⁴²

²³⁵ Kritisch daher *Armstrong*, S. 29 f.; *Sunstein*, 73 U. Chi. L. Rev. 249, 268 (2006); *Engel/McCoy*, 80 Tex. L. Rev. 1255, 1311 ff. (2002); s. a. *DellaVigna/Malmendier*, Quart. J. Econ. 119 (2004), 353, 372 ff.

²³⁶ *Armstrong*, S. 29.

²³⁷ *DellaVigna/Malmendier*, Quart. J. Econ. 119 (2004), 353, 373.

²³⁸ *Armstrong*, S. 39; s. a. *Drexler*, S. 67 f.

²³⁹ *Armstrong*, S. 39.

²⁴⁰ Dazu auch *Schwarcz*, 2004 U. Ill. L. Rev. 1, 23 ff.; *Howells*, J. L. & Soc'y 32 (2005), 349, 364 ff.

²⁴¹ Dazu im Einzelnen s. oben Teil 3, bei Fn. 96 ff.

²⁴² Ständige Rechtsprechung, s. beispielsweise BGHZ 99, 333, 336; 104, 102, 105 f.; 110, 336, 338 ff. Zu den Einzelheiten, auch zu den subjektiven Voraussetzungen und den Ausnahmen, s. *Heinrichs* in: *Palandt*, § 138 Rdnr. 27 f.; *Armbrüster* in: Münchener Kommentar BGB, § 138 Rdnr. 118 ff.; *Sack* in: *Staudinger*, § 138 Rdnr. 181 ff.; *Hefermehl* in: *Soergel*, § 138 Rdnr. 87 ff.; s. a. die kritischen Anmerkungen von *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 300 ff. S. weiterhin

Auch in anderen Bereichen des Privatrechts lässt sich die Kombination von Informations- und Sozialmodell mit vergleichbaren Erwägungen erklären.²⁴³ Im Recht der allgemeinen Geschäftsbedingungen werden Klauseln gemäß § 305 Abs. 2 BGB nur Vertragsbestandteil, wenn der Vertragspartner des Verwenders die Möglichkeit der inhaltlichen Kenntnisnahme hatte (Informationsmodell). Der Schwerpunkt des Rechts der allgemeinen Geschäftsbedingungen liegt jedoch auf einer inhaltlichen Kontrolle der Klauseln nach §§ 307 ff. BGB (Sozialmodell).²⁴⁴ Ähnliche Probleme wie beim Verbraucherdarlehen können sich auch bei der Kontrolle von Buchwertklauseln im Gesellschaftsrecht stellen.²⁴⁵ Im Aktienrecht versucht § 87 Abs. 1 S. 1 AktG eine inhaltliche Kontrolle der Höhe der Vorstandsvergütung. Danach müssen die Gesamtbezüge von Vorstandsmitgliedern in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen.²⁴⁶ Angesichts der praktischen Probleme einer solchen Vorschrift²⁴⁷ hat der Gesetzgeber mit dem Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG)²⁴⁸ börsennotierte Aktiengesellschaften verpflichtet, die Einzelbezüge der Vorstandsmitglieder im Anhang zum Jahresabschluss anzugeben (§ 285 S. 1 Nr. 9 lit. a HGB).²⁴⁹ Auch hier ergänzen sich Sozial- und Informationsmodell.²⁵⁰

5. Erweiterungen

Mit dieser exemplarischen Analyse einer Grenze des Informationsmodells ist keine umfassende Analyse von Möglichkeiten und Grenzen des Informationsmodells geleistet.²⁵¹ Eine solche Analyse würde nicht nur Untersuchungen darüber erfordern, in welchem Umfang weitere Verhaltensabweichungen, die von der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts identifiziert wurden, die Effektivität des Informationsmodells beschränken. Es wären noch

§ 688 Abs. 2 Nr. 1 ZPO, der die Zulässigkeit des Mahnverfahrens bei zu hohen Zinssätzen ausschließt.

²⁴³ S. a. Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1196 ff.

²⁴⁴ S. a. Dauner-Lieb, S. 76.

²⁴⁵ Dazu Fleischer in: Fuchs/Schwintowski/Zimmer (Hrsg.), S. 575, 581 f.

²⁴⁶ Zu den Änderungen durch das Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetz s. BR-Drs. 592/09 vom 19.6.2009. Zur Begrenzung von Abfindungsvergütungen durch den Deutschen Corporate Governance Kodex s. Mutter, AG 2009, 401.

²⁴⁷ Dazu nur Fleischer, DStR 2005, 1279; Fleischer, DStR 2005, 1318, jeweils m.w.N.

²⁴⁸ Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz, BGBl. I Nr. 47 vom 10. 8. 2005, S. 2267.

²⁴⁹ Zu den Änderungen durch das Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetz s. BR-Drs. 592/09 vom 19.6.2009.

²⁵⁰ Merkt, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 26 f.; Merkt, ZGR 2007, 532, 537. Zu einem weiteren Beispiel für ein solches Kombinationsmodell s. unten Teil 3, E.II.2.b), S. 278, und Teil 3, bei Fn. 1507. Allgemein zur Bedeutung von Mischformen unterschiedlicher Regulierungsinstrumente s. unten Teil 4, B.I, S. 331.

²⁵¹ Zur allgemeinen Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, S. 1.

viele weitere Aspekte zu berücksichtigen. Drei sollen im Folgenden kurz angedeutet werden.

Erstens setzt die Prüfung der Eignung des Informationsmodells eine umfassende Kosten-Nutzen-Analyse voraus.²⁵² In der vorliegenden Untersuchung wurde betont, dass die Informationsaufnahme und -verarbeitung beim Verbraucher Kosten verursachen können, die die Eignung des Informationsmodells als Regulierungsinstrument des zwingenden Vertragsrechts beeinträchtigen können. Eine umfassende Kosten-Nutzen-Analyse muss jedoch auch berücksichtigen, dass die Produktion und Verbreitung der Information auf Seiten des belasteten Unternehmens Kosten verursacht.²⁵³ Die Erfahrungen im Kapitalmarkt- und im Bilanzrecht zeigen, dass schon auf dieser Seite der Aufwand des Informationsmodells höher sein kann als sein Nutzen.²⁵⁴ Auch unter diesem Gesichtspunkt ist es nicht sinnvoll, Informationspflichten über Gebühr auszudehnen.²⁵⁵ Die Kosten-Nutzen-Analyse schränkt die Eignung eines Informationsmodells ein. Im Vergleich zu einem Sozialmodell ist das Informationsmodell nicht notwendigerweise ein milderes Regulierungsinstrument.²⁵⁶

Zweitens ist zu bedenken, dass Unternehmen auf die gesetzliche Verankerung von Informationspflichten strategisch reagieren können. Zwei Beispiele mögen dies belegen. Unterliegt ein Unternehmen einer Informationspflicht, die bei Nicht- oder Schlechterfüllung mit einer Haftungsfolge verknüpft ist, kann es versuchen, seine Haftung zu minimieren, indem es die Informationen in einer besonders komplexen und schwer verständlichen Weise darbietet,²⁵⁷ verfälscht²⁵⁸ oder auf andere, von der Informationspflicht nicht erfasste Angebots- oder Kommunikationsformen ausweicht.²⁵⁹

²⁵² Dazu allgemein *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1206; *Hopt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 246, 262.

²⁵³ *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1206; *Klöhn*, S. 187; *Schön*, J. Corp. L. Stud. 6 (2006), 259, 276.

²⁵⁴ *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 53 f.; s. a. *Schön*, J. Corp. L. Stud. 6 (2006), 259, 285 f.

²⁵⁵ Neben den individuellen Kosten, die bei den betroffenen Vertragsparteien anfallen, sind auch soziale Kosten zu berücksichtigen. Ist ein Unternehmen beispielsweise verpflichtet, interne Geschäftsdaten zu veröffentlichen, können diese Informationen nicht nur von der Marktgegenseite, sondern auch von Wettbewerbern des Unternehmen verwendet werden. Informationspflichten können dynamische Wettbewerbsprozesse beeinflussen, eventuell sogar behindern. Zum Zusammenhang zwischen Transparenz, Wettbewerb und Innovation im Bereich des Kapitalmarktrechts s. *Schön*, J. Corp. L. Stud. 6 (2006), 259, 277 ff. Zum gleichen Problem im kartellrechtlichen Zusammenhang s. *Wagner-von Papp*, S. 261 ff.

²⁵⁶ *Schön* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1208; *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol'y 21 (1998), 131, 145, 159.

²⁵⁷ *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol'y 21 (1998), 131, 143 f. Zu einem Beispiel im Umfeld des § 15 WpHG s. *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 39 f.

²⁵⁸ *Fleischer*, ZEuP 2000, 772, 776.

²⁵⁹ *Ramsay* in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47, 49. Auch aus diesem Grund kann eine Regelung notwendig sein, die bei der Erfüllung von Informationspflichten eine klare,

Solche opportunistischen Strategien sind auch bei Darlehensverträgen denkbar. Unterliegt ein Darlehen variablen Konditionen hinsichtlich der Zinsrate, kann der Darlehensgeber zeitlich inkonsistente Präferenzen ausnutzen, indem er anfangs niedrige Zinssätze verlangt und später die Zinsbelastung erhöht.²⁶⁰ Die bloße Aufklärung des Verbrauchers über die fiktive Bruttobelastung aus dem Darlehensvertrag, wie dies § 492 Abs. 1 S. 5 Nr. 2 2. HS BGB vorsieht,²⁶¹ oder die Angabe des anfänglichen effektiven Jahreszinses mit Angabe eventueller Zinsanpassungsklauseln,²⁶² wie dies § 492 Abs. 1 S. 5 Nr. 5 2. HS BGB vorsieht,²⁶³ berücksichtigen die Beeinträchtigung der Informationsverarbeitung durch zeitlich inkonsistente Präferenzen nicht.

Diese Beispiele weisen auf vielfältige Untersuchungen der letzten Jahre in der Industrieökonomie und der Vertragstheorie hin, die sich damit beschäftigen, wie eine rational handelnde Marktseite reagiert, wenn die Marktgegenseite Abweichungen vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell aufweist. Die rational handelnde Marktseite kann auf diese Asymmetrie reagieren und sie eventuell strategisch ausnutzen. Ob die rational handelnde Marktseite dies tatsächlich tut und welche regulatorischen Konsequenzen daraus gezogen werden sollten, sind Grundfragen einer neu entstehenden Forschungsrichtung, die häufig als „behavioral industrial organization“ oder „behavioral contract theory“ bezeichnet wird und die solche „behavioral market failures“ systematisch untersucht.²⁶⁴

Bei der Ausmessung der Grenzen des Informationsmodells ist drittens zu beachten, dass die herkömmliche verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomische Analyse von Verhaltensabweichungen diese Grenzen nicht abschließend bestimmen. Schon seit langem wird darauf hingewiesen, dass manche Verbraucher Probleme bei der Informationswahrnehmung und -verarbeitung zumindest auch aufgrund unzulänglicher Ausbildung, Intelligenz oder der Zugehörigkeit zu bestimmten sozialen Schichten haben können.²⁶⁵ Es existieren Unter-

knappe und verständliche Ausdrucksweise verlangt; s. *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol’y 21 (1998), 131, 143 f. Dazu allgemein Teil 3, bei Fn. 79 ff.

²⁶⁰ *Bar-Gill*, 98 Nw. U. L. Rev. 1373, 1392 f. (2004).

²⁶¹ Dazu *Möller* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 492 Rdnr. 13; *Weidenkaff* in: *Palandt*, § 492 Rdnr. 10; *Saenger* in: *Erman*, § 492 Rdnr. 18 f.

²⁶² Zur Zulässigkeit von Zinsanpassungsklauseln, die sich insbesondere an § 307 Abs. 1 BGB orientiert, s. *Kessal-Wulf* in: *Staudinger*, § 492 Rdnr. 30; *Schürnbrand* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 492 Rdnr. 58; *Saenger* in: *Erman*, § 492 Rdnr. 35. Zur Behandlung variabler Zinssätze unter der Verbraucherkreditrichtlinie 2008 s. Art. 3 lit. j, Art. 4 Abs. 2 lit. a, Art. 5 Abs. 1 S. 4 lit. f, Art. 6 Abs. 1 S. 2 lit. e, Art. 10 Abs. 2 lit. f und Art. 11 sowie Erwägungsgrund 32 der Verbraucherkreditrichtlinie 2008, ABl. EG Nr. L 133 vom 22.5.2008, S. 133.

²⁶³ Dazu näher *Schürnbrand* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 492 Rdnr. 58; *Kessal-Wulf* in: *Staudinger*, § 492 Rdnr. 42 ff., 58 ff.; *Möller* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 492 Rdnr. 19; *Saenger* in: *Erman*, § 492 Rdnr. 34 f.

²⁶⁴ Dazu unten Teil 3, bei Fn. 1390 ff.

²⁶⁵ *Fleischer*, ZEuP 2000, 772, 776; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 205; *Edwards*, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol’y 199, 232 (2005); *Engel/McCoy*, 80 Tex. L. Rev. 1255, 1309 f.

suchungen, nach denen Informationspflichten eher Konsumenten mit höherem als mit niedrigerem Einkommen nützen.²⁶⁶ Die verteilungspolitischen Aspekte des Informationsmodells können hier zwar nur angedeutet werden.²⁶⁷ Auf das allgemeine Problem, wie eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts mit der Heterogenität der Regelungsadressaten umgehen sollte, ist aber noch später zurück zu kommen.²⁶⁸

III. Zusammenfassung

Die Untersuchung zeigt, dass die Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts herangezogen werden können, um Grenzen des Informationsmodells aufzudecken. Das Informationsmodell ist im rationaltheoretischen Verhaltensmodell verankert. Sobald man die Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts berücksichtigt, werden wichtige Grenzen des Informationsmodells offensichtlich.²⁶⁹ Das Informationsmodell läuft Gefahr, die kognitiven Fähigkeiten des Menschen zu überschätzen.²⁷⁰ Es gibt Konstellationen, in denen das Informationsmodell als geeignetes Regulierungsinstrument ausfällt. Daher sind Aussagen, das Informationsmodell diene im Vergleich zum Sozialmodell stärker der Verwirklichung der Privatautonomie²⁷¹ und sei das mildere Regulierungsmittel,²⁷² mit Vorsicht zu genießen.²⁷³ All dies kann dazu führen, dass ein Übergang vom Informations- zum Sozialmodell oder zumindest eine Kombination beider Modelle angebracht ist.

Allgemeiner zeigt sich, dass der Versuch des Gesetzgebers, mit einem bestimmten Instrumentarium zwingenden Vertragsrechts ein bestimmtes Regulierungsziel zu erreichen, an Grenzen stößt, wenn die Funktionsbedingungen dieses Instrumentariums nicht hinreichend berücksichtigt werden. Die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts stellt – trotz ihrer me-

(2002); *Latin*, 41 *UCLA L. Rev.* 1193, 1207 f. (1994); *Hadfield/Howse/Trebilcock*, *J. Cons. Pol'y* 21 (1998), 131, 144; *Block-Lieb/Janger*, 84 *Tex. L. Rev.* 1483, 1538 ff. (2006). Zur empirischen Literatur s. *Agarwal u.a.*, *Age of Reason*, S. 38 f. m.w.N. Dazu auch unten Teil 3, bei Fn. 1352.

²⁶⁶ *Bergh* in: Ott/Schäfer (Hrsg.), S. 77, 98; *Howells*, *J. L. & Soc'y* 32 (2005), 349, 357; s. a. *Haupt*, *German L.J.* 4 (2003), 1137, 1162 f.

²⁶⁷ *S. Merkt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 231, 232 m.w.N. zur Aussage, das Informationsmodell sei eine Lösung eines Problems der sozialen Unterschicht mit Mitteln der Mittelschicht; s. weiterhin *Armstrong*, S. 44.

²⁶⁸ Dazu unten Teil 3, E, S. 265.

²⁶⁹ *Rehberg*, S. 76; *Schmies* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 165, 178; *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 529.

²⁷⁰ S. a. *Rehberg*, S. 55, 69.

²⁷¹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 13.

²⁷² Dazu oben Teil 3, bei Fn. 44.

²⁷³ S. a. *Ramsay* in: Howells/Janssen/Schulze (Hrsg.), S. 47, 55 f.

thodischen Defizite²⁷⁴ – ein wichtiges Instrumentarium zur Verfügung, um diese Funktionsbedingungen zu untersuchen.

C. Die Regulierung führt zu unbeabsichtigten Nebenfolgen

I. Einführung

Der vorangegangene Abschnitt hat gezeigt, dass zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument versagen kann, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel tatsächlich nicht eintritt, weil das Regulierungsinstrument zur Erreichung des Ziels ungeeignet ist (oben Teil 3, B, S. 48). Zwingendes Vertragsrecht kann als Regulierungsinstrument auch an Grenzen stoßen, wenn es zu Nebenfolgen führt, welche die Erreichung des gesetzgeberischen Regulierungsziels beeinträchtigen oder gar verhindern und vom Gesetzgeber nicht hinreichend bedacht wurden. In einem solchen Fall ist zu fragen, ob es überhaupt sinnvoll ist, Probleme des Vertragsrechts mit Hilfe zwingenden Vertragsrechts zu regulieren. Dies soll im Folgenden untersucht werden.

Zwingendes Vertragsrecht kann in vielen Zusammenhängen zu unbeabsichtigten Nebenfolgen führen. Die Einschränkung der Vertragsfreiheit von Bürgen im Falle von Ehegatten- und Angehörigenbürgschaften²⁷⁵ schützen den Bürgen auf den ersten Blick. Allerdings kann sich der gesetzliche Schutz negativ auswirken, wenn etwa ein Vater ein Haus nicht finanzieren kann, weil er keine Bürgschaft seines Sohnes erhielt und der Sohn das Haus deshalb später nicht erben kann.²⁷⁶ Eine Ausweitung gesetzlicher Gewährleistungsrechte im Kaufrecht²⁷⁷ kann die Möglichkeiten von Verkäufern einschränken, sich durch besondere Gewährleistungsangebote von ihren Wettbewerbern zu differenzieren.²⁷⁸ Eine zu weitgehende Beschränkung des Gebrauchtwagenhandels durch zwingende Vorschriften des Verbrauchsgüterkaufrechts kann dazu führen, dass Gebrauchtwagen aus dem Händlermarkt in den privaten Handel zwischen Privatleuten verschwinden, wo die Vorschriften des Verbrauchsgüterkaufrechts – insbesondere § 475 BGB – nicht mehr gelten.²⁷⁹

²⁷⁴ Dazu unten Teil 4, A.III, S. 322.

²⁷⁵ Grundlegend BVerfGE 89, 213; BVerfG NJW 1994, 2749; BGHZ 125, 206; im Überblick *Rohe* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 765 Rdnr. 55 ff. Kritische Würdigung von *Habersack* in: Münchener Kommentar BGB, § 765 Rdnr. 20 f.; s. a. die Nachweise oben Teil 2, in Fn. 15.

²⁷⁶ *Medicus* in: Münchener Juristische Gesellschaft (Hrsg.), S. 9, 24.

²⁷⁷ Beispielsweise durch eine Verlängerung der Gewährleistungsfristen (§ 438 BGB) oder die zwingende Ausgestaltung im Verbrauchsgüterkaufrecht (s. § 475 BGB).

²⁷⁸ Zu diesem Signalisierungsproblem s. *Kirstein/Schäfer* in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), S. 369, 373 ff. Allgemein zur Signalisierung als Mechanismus zur Überwindung von Informationsasymmetrien s. oben Teil 2, bei Fn. 155.

²⁷⁹ Zu dieser Beobachtung *Kirstein/Schäfer* in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), S. 369, 394 ff., 403. Daneben lässt sich beobachten, dass Gebrauchtwagenhändler mit vielfältigen juristischen

Statt dieser bekannten Beispiele soll im Folgenden ein Beispiel aus dem Verbraucherschutzrecht näher untersucht werden, das in der rechtswissenschaftlichen Debatte noch wenig Aufmerksamkeit erlangt hat und aus einer rechtsökonomischen Perspektive von besonderem Interesse ist. Es geht um die Verdrängung sozialer Präferenzen durch zwingendes Vertragsrecht.

II. Verdrängung sozialer Präferenzen durch Verbraucherschutzrecht

1. Einführung

Seit der Verabschiedung der europäischen Haustürwiderrufsrichtlinie im Jahr 1985²⁸⁰ und deren Umsetzung durch das Haustürwiderrufsgesetz im Jahr 1986²⁸¹ hat der Gesetzgeber zunehmend vom Instrument des Widerrufsrechts Gebrauch gemacht. Heute finden sich neben dem Widerrufsrecht für Haustürgeschäfte (§ 312 Abs. 1 S. 1 BGB) entsprechende Regelungen für Verbraucherdarlehens- und Ratenlieferungsverträge (§§ 495 Abs. 1, 505 Abs. 1 S. 1 BGB), für Timesharing-Verträge (§ 485 Abs. 1 BGB), für Fernunterrichts-Verträge (§ 4 Abs. 1 Fernunterrichtsschutzgesetz)²⁸² und für Fernabsatzverträge (§ 312d Abs. 1 S. 1 BGB).²⁸³ Auf den letztgenannten Vertragstyp will sich die Untersuchung im weiteren Verlauf konzentrieren.

Bis im Jahr 2000 existierte kein Schutz von Verbrauchern durch ein allgemeines Widerrufsrecht bei allen Fernabsatzgeschäften.²⁸⁴ Nach jahrelangen Diskussionen auf europäischer Ebene²⁸⁵ wurde 1997 die Fernabsatzrichtlinie verabschiedet,²⁸⁶ die im Juni 2000 durch das Fernabsatzgesetz²⁸⁷ in deutsches Recht umgesetzt wurde. Seit der Schuldrechtsmodernisierung im Jahr 2002 fin-

Konstruktionen versuchen, die missliebigen Folgen des § 475 BGB auszuhebeln; dazu im Überblick *Andreae*, NJW 2007, 3457, 3461 f.; s. weiterhin BGH NJW 2007, 674; *Müller*, NJW 2003, 1975; *Lorenz* in: Aderhold u.a. (Hrsg.), S. 415. Zum gleichen Problem in anderem Zusammenhang s. unten Teil 3, bei Fn. 913 ff. Zu einer verwandten empirischen Untersuchung im Steuerrecht s. *Marion/Muehleger*, J. Pol. Econ. 116 (2008), 633. Allgemein zur Bekämpfung solcher Ausweichreaktionen s. *Fastrich* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1071, 1081 f.

²⁸⁰ Haustürwiderrufsrichtlinie, ABl. EG Nr. L 372 vom 31.12.1985, S. 31.

²⁸¹ Haustürwiderrufsgesetz, BGBl. I Nr. 4 vom 16.1.1986, S. 122. Seit der Schuldrechtsmodernisierung im Jahr 2002 findet sich die entsprechende Vorschrift in § 312 BGB.

²⁸² Fernunterrichtsschutzgesetz, BGBl. I Nr. 54 vom 4.12.2000, S. 1670.

²⁸³ Zu Reformüberlegungen von Widerrufsrechten im Rahmen des Vorschlags der Europäischen Kommission für eine Europäische Verbraucherrechtsrichtlinie s. Europäische Kommission, KOM (2008) 614 endg.; *Tonner/Tamm*, JZ 2009, 277; *Föblich*, MMR 2009, 75.

²⁸⁴ Jedoch konnten die Widerrufsrechte aus dem Verbraucherkreditgesetz, dem Teilzeitwohnrechtgesetz und dem Fernunterrichtsschutzgesetz eingreifen, wenn die entsprechenden Voraussetzungen vorlagen, s. *Thüsing* in: Staudinger, vor § 312b-f Rdnr. 12.

²⁸⁵ Zur Entstehungsgeschichte der Fernabsatzrichtlinie s. *Thüsing* in: Staudinger, vor § 312b-f Rdnr. 13; *Weatherill*, S. 104 f.

²⁸⁶ Fernabsatzrichtlinie, ABl. EG Nr. L 144 vom 4.6.1997, S. 19.

²⁸⁷ Fernabsatzvertragsgesetz, BGBl. I Nr. 28 vom 29.6.2000, S. 897.

den sich die entsprechenden Vorschriften in §§ 312b ff. BGB.²⁸⁸ Die Fernabsatzrichtlinie führte ein allgemeines Widerrufsrecht des Verbrauchers bei Fernabsatzverträgen ein,²⁸⁹ das sich im deutschen Recht in § 312d Abs. 1 S. 1 i.V.m. § 355 BGB wiederfindet.²⁹⁰

Zur Begründung verbraucherschützender Widerrufsrechte werden gemeinhin zwei Argumente angeführt. Einerseits sei es das grundsätzliche Anliegen des Gesetzgebers, den – tatsächlich oder vermeintlich – unterlegenen Verbraucher im Geschäftsverkehr zu schützen.²⁹¹ Hinsichtlich des Widerrufsrechts bei Fernabsatzverträgen²⁹² wird andererseits vorgebracht, der Verbraucher habe keine Möglichkeit, vor Abschluss des Vertrags das bestellte Produkt zu untersuchen. Er verfüge daher oftmals nur über wenige Informationen hinsichtlich

²⁸⁸ In §§ 312b ff. BGB wurden auch die Finanzdienstleistungs-Fernabsatzrichtlinie, ABl. EG Nr. L 271 vom 9.10.2002, S. 16, umgesetzt. Darauf wird im Folgenden nicht eingegangen.

²⁸⁹ Dazu *Wendehorst* in: Münchener Kommentar BGB, vor § 312b Rdnr. 6.

²⁹⁰ Vom Widerrufsrecht kann nicht zum Nachteil des Verbrauchers abgewichen werden. Das Widerrufsrecht ist damit halbzwingender Natur, s. § 312 f BGB.

²⁹¹ Paradigmatisch *Reich*, S. 181 ff.; *Kemper*, S. 59 ff.; s. a. *Dauner-Lieb*, S. 109 ff.; *Haupt*, German L.J. 4 (2003), 1137, 1137 f.; *Rekaiti/Bergh*, J. Cons. Pol’y 23 (2000), 371, 373; *Bergh* in: Ott/Schäfer (Hrsg.), S. 77, 78; *Grundmann*, AcP 202 (2002), 40, 64; *Schäfer* in: Grundmann (Hrsg.), S. 559 ff.; *Schirnbacher*, S. 124, 134 ff.; *Micklitz* in: Münchener Kommentar BGB, vor §§ 13 f. Rdnr. 64 ff.; *Drexler*, S. 65 ff. Solche Argumentationsmuster entstammen zumindest auch einer politisch aufgeheizten Klassenkampfrhetorik aus den 1960er Jahren, s. *Callies*, AcP 203 (2003), 575, 577, 581 ff. Hinter einer solchen Sichtweise stehen verteilungspolitische Überlegungen, welche die Verteilung von Renten zwischen Unternehmen und Verbrauchern beeinflussen wollen; *Ramsay* in: Newman (Hrsg.), S. 410; *Bergh* in: Ott/Schäfer (Hrsg.), S. 77, 80. In seiner Rechtsprechung zur Inhaltskontrolle von Ehegattenbürgschaften stellt auch das BVerfG auf eine strukturell ungleiche Verhandlungsstärke der Vertragsparteien ab, s. BVerfG NJW 1994, 36. Paradigmatisch für das Recht der allgemeinen Geschäftsbedingungen EuGH, Urteil vom 27. 6. 2000, Rs. C-240/98 bis C-244/98, Slg. I-4941, Tz. 25 – *Océano Grupo Editorial SA/Rocío Marciano Quinterno*. Insgesamt ist die verbraucherschutzpolitische Konzeption im europäischen Primär- und Sekundärrecht uneinheitlich, s. *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 514 f.; *Micklitz*, VuR 2003, 2, 11; *Micklitz* in: Münchener Kommentar BGB, vor §§ 13 f. Rdnr. 73 ff.; *Schirnbacher*, S. 120. Zu ähnlichen Diskussionen im britischen Vertragsrecht s. *Beale*, 6 Oxford J. Legal Stud. 123 (1986); *Thal*, 8 Oxford J. Legal Stud. 17 (1988); *Howells*, J. L. & Soc’y 32 (2005), 349, 351; zum U.S.-amerikanischen Recht s. *Kessler*, 43 Colum. L. Rev. 630, 632, 640 (1943); *Priest*, 90 Yale L.J. 1297, 1299 ff. (1981).

²⁹² Im Folgenden wird nur auf die rechtsökonomische Analyse von Fernabsatzverträgen eingegangen. In anderen Bereichen des Verbraucherschutzes lassen sich andere rechtsökonomische Begründungen anführen. Das Widerrufsrecht bei Haustürgeschäften kann mit einer Beeinflussung der Risikowahrnehmung durch den Konsumenten, das Widerrufsrecht bei Timesharing-Verträgen mit zeitlich inkonsistenten Präferenzen während und außerhalb von Urlaubszeiten erklärt werden; s. *Rekaiti/Bergh*, J. Cons. Pol’y 23 (2000), 371, 375 ff. Allgemein zur Analyse des Verbraucherschutzes unter dem Blickwinkel der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts s. *Camerer u.a.*, 151 U. Penn. L. Rev. 1211 (2003), 1238 ff.; *Mitropoulos*, S. 40 ff. Skeptisch zum Verbraucherschutz unter dem Gesichtspunkte von Reputationsmechanismen s. *Bebchuk/Posner*, 104 Mich. L. Rev. 827 (2006).

der Eigenschaften des bestellten Produkts, der Nebenbedingungen des Vertrags sowie der Eigenschaften des Vertragspartners.²⁹³

Die ökonomische Analyse des Rechts hat gezeigt, dass das erste Argument in der angeführten Breite wenig überzeugen kann. Das herkömmliche Verständnis des Verbraucherschutzes, der Staat müsse Verbraucher vor Manipulationen und Missbräuchen durch Unternehmen schützen und dadurch die Verhandlungsposition des Verbrauchers stärken,²⁹⁴ entstammt einem ökonomischen Verständnis, das aus vermeintlich typischen Marktstrukturen unmittelbare Rückschlüsse auf die Allokationseffizienz von Markttransaktionen ziehen will. Mit der Fortentwicklung der ökonomischen Analyse im Allgemeinen und der Industrieökonomie im Besonderen muss ein solcher Ansatz als überwunden gelten.²⁹⁵ Während frühere ökonomische Modelle anhand einer kleinen Anzahl von Variablen – wie Angebots- und Nachfrageelastizitäten und Marktstruktur – Aussagen über allokativen Auswirkungen trafen, hat die moderne Industrieökonomie gezeigt, dass Marktentwicklungen auf einer komplexen Interaktion von Informationen, Vorstellungen, Strategien und Transaktionskosten beruhen.²⁹⁶

Der Versuch, aus einer angeblichen Unterlegenheit des Verbrauchers die Notwendigkeit gesetzgeberischer Intervention abzuleiten, vernachlässigt, dass die Verhandlungsposition des Unternehmens nicht nur von dessen Größe abhängt, sondern auch vom Wettbewerb, dem das Unternehmen ausgesetzt ist. Herrscht auf Unternehmensseite starker Wettbewerb, kann nicht davon ausgegangen werden, dass Verbraucher notwendigerweise in einer schwachen Verhandlungsposition sind. Probleme des Verbraucherschutzes treten auch in Märkten auf, die sich durch starken Wettbewerb auf Unternehmenseite aus-

²⁹³ Erwägungsgrund 14 der Fernabsatzrichtlinie, ABl. EG Nr. L 144 vom 4.6.1997, S. 19; *Wendehorst* in: Münchener Kommentar BGB, vor § 312b Rdnr. 4; BGH NJW-RR 2004, 1058, 1059; BGH NJW 2005, 53, 54 f., 56 m. krit. Anm. *Borges*, DB 2005, 319 320; *Frings*, VuR 2002, 390, 396; *Thüsing* in: Staudinger, vor §§ 312b-f Rdnr. 7.

²⁹⁴ Plastisch *Bydlinski*, AcP 204 (2004), 309, 364: „Das Übel liegt in der Existenz privater Unternehmen an sich. Diesen stehen nämlich die Verbraucher in unvermeidlicher struktureller Unterlegenheit gegenüber. Solange dieses Grundübel nicht behoben ist (wie immer man sich diese Behebung vorstellt!) ist jede denkbare rechtliche Privilegierung der Verbraucher gegenüber den Unternehmen eine notwendig unzureichende Annäherung an den eigentlich wünschenswerten Zustand“; s. a. *Drexl*, S. 29 ff.; *Dauner-Lieb*, S. 63 ff., 109 ff. Zu unterschiedlichen Verbraucherrechtsmodellen s. *Schirmbacher*, S. 131 ff.

²⁹⁵ *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol’y 21 (1998), 131, 133 f. Ein solcher Ansatz müsste einen Zusammenhang zwischen dem Grad der Marktkonzentration – beispielsweise gemessen am *Hirschman-Herfindahl*-Index (dazu Europäische Kommission, ABl. EG Nr. C 31 vom 5.2.2004, S. 5, 6 f.) – und der Ausgestaltung von Vertragsbedingungen, die auf dem Markt angeboten werden, postulieren. Dieser Nachweis wurde weder theoretisch noch empirisch geführt; s. *Priest*, 90 Yale L.J. 1297, 1301, 1319 ff (1981). S. weiterhin *Habersack*, S. 103 ff.

²⁹⁶ *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol’y 21 (1998), 131, 135.

zeichnen und in denen nicht *a priori* von einer stärkeren Verhandlungsposition des Unternehmens ausgegangen werden kann.²⁹⁷

Die heutige rechtsökonomische Analyse des Verbraucherschutzrechts untersucht daher nicht mögliche Ungleichheiten in der Verhandlungsposition, sondern widmet sich Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Verbrauchern.²⁹⁸ Dem entspricht das zweite oben angeführte Argument, wonach bei Fernabsatzverträgen ein Widerrufsrecht geboten ist, weil der Verbraucher keine Möglichkeit hat, vor Abschluss des Vertrags das bestellte Produkt zu untersuchen.

In der Sprache der Ökonomen liegt in solchen Fällen ein „Erfahrungsgut“ vor. Anders als das Unternehmen kann der Verbraucher Eigenschaften des Produkts erst nach vollzogenem Erwerb feststellen.²⁹⁹ Diese asymmetrische Informationsverteilung hinsichtlich der Produkteigenschaften kann zu einem Problem adverser Selektion führen. Wie schon dargestellt,³⁰⁰ hat *George Akerlof* dieses Problem das erste Mal am Gebrauchtwagenmarkt analysiert. Das Problem adverser Selektion kann dazu führen, dass zu wenige Güter im Fernabsatzverkehr angeboten werden, weil die Käufer die Eigenschaften der Güter nicht vor dem Kauf prüfen können.

Neben Signalisierungs- und Filterstrategien können Widerrufsrechte die Informationsasymmetrien aufheben, die bei Erfahrungsgütern entstehen.³⁰¹ Das Widerrufsrecht ermöglicht es dem Käufer, die Eigenschaften der Kaufsache zu beobachten und zu beurteilen, bevor er unwiderruflich an den Kaufvertrag gebunden ist.³⁰² Bemerkt der Käufer, dass er bei Abschluss des Kaufvertrags eine

²⁹⁷ *Haupt*, German L.J. 4 (2003), 1137, 1138; *Schäfer* in: Grundmann (Hrsg.), S. 559, 560; *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol’y 21 (1998), 131, 134; *Schwartz*, J. Inst. & Theor. Econ. 151 (1995), 31 f.; *Williamson*, J. Inst. & Theor. Econ. 151 (1995), 49.

²⁹⁸ Exemplarisch *Hadfield/Howse/Trebilcock*, J. Cons. Pol’y 21 (1998), 131; *Grundmann*, AcP 202 (2002), 40, 61 ff., 66 ff.; *Grundmann/Kerber/Weatherill* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 3, 21; *Schäfer* in: Grundmann (Hrsg.), S. 559, 560 f.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 203 ff.; *Schwartz*, J. Inst. & Theor. Econ. 151 (1995), 31, 32; *Ramsay* in: Newman (Hrsg.), S. 410; *Armstrong*, S. 2; *Howells*, J. L. & Soc’y 32 (2005), 349, 352; s. a. *Mitropoulos*, S. 23 ff., 324 ff.; *Haar*, VuR 2004, 161, 162; *Schirmbacher*, S. 145. Im Vergleich zu anderen Rechtsgebieten ist die ökonomische Analyse des Verbraucherschutzrechts noch unterentwickelt; exemplarisch *Heidhues/Köszegi*, S. 35: „Whereas competition policy is – at least in principle – heavily informed by theoretical and empirical economic analysis, consumer protection is almost not at all. Quite simply, because economists tend to impose by assumption that most forms of intervention are bad, they have little to contribute to the debate. We do not see why consumer protection could not have rigorous economic foundations just like competition policy“; s. a. *Armstrong*, S. 2 f.

²⁹⁹ Grundlegend *Nelson*, J. Pol. Econ. 78 (1970), 311; s. a. *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 118 f.; *Tirole*, Industrial Organization, S. 294 f.

³⁰⁰ Oben Teil 2, bei Fn. 151 ff.

³⁰¹ Dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 155 ff.

³⁰² S. a. *Rekaiti/Bergh*, J. Cons. Pol’y 23 (2000), 371, 381.

Eigenschaft der Kaufsache falsch eingeschätzt hat, kann er ohne weitere Voraussetzungen von seinem Widerrufsrecht Gebrauch machen.

Da das Unternehmen diese Verhaltensweise des Käufers antizipiert, lohnt es sich für das Unternehmen nicht, die Kaufsache mit tatsächlich nicht vorhandenen Eigenschaften anzupreisen. Vielmehr wird das Unternehmen hochwertige Produkte von Anfang an zu einem höheren Preis und minderwertige Produkte zu einem niedrigeren Preis anbieten. Es hat keinen Anreiz, für sein Produkt einen unangemessen hohen Preis zu verlangen. In einem solchen Fall würde der Käufer später nur von seinem Widerrufsrecht Gebrauch machen. Damit schafft das Widerrufsrecht des Käufers für das Unternehmen einen Anreiz, alle Informationen über die Qualität des angebotenen Produkts schon über den Preismechanismus zu offenbaren.³⁰³

Zwar löst das Widerrufsrecht für Fernabsatzverträge damit auf Seiten der Unternehmen das Problem adverser Selektion. Dies wird jedoch mit zwei neu entstehenden Problemen erkaufte. Erstens ist zu beachten, dass der Verbraucherschutz auf Unternehmensseite Kosten verursacht. Dazu zählen Kosten für die Abwicklung von Widerrufen, der Ersatz beschädigter zurückgegebener Ware, die Bearbeitung von Kundenanfragen, Rechtsstreitigkeiten und Ähnliches. Es ist unrealistisch anzunehmen, dass die Unternehmen nicht zumindest einen Teil dieser Kosten auf die Verbraucher abwälzen. Dann muss die Gesamtheit der Verbraucher die Kosten des Verbraucherschutzes ganz oder teilweise selbst tragen. Der Verbraucher muss entscheiden, ob er lieber – ohne Verbraucherschutz – einen niedrigeren Preis oder – mit Verbraucherschutz – eine bessere Rechtsposition haben will.³⁰⁴

Zweitens ist zu beachten, dass Verbraucher Schutzvorschriften opportunistisch ausnutzen können.³⁰⁵ Das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen ist ein gutes Beispiel.³⁰⁶ Versandhäuser beklagen seit langem, dass Verbraucher ein

³⁰³ *Rekaiti/Bergh*, J. Cons. Pol’y 23 (2000), 371, 381; *Bergh* in: Ott/Schäfer (Hrsg.), S. 77, 87; *Haupt*, German L.J. 4 (2003), 1137, 1148.

³⁰⁴ *Bergh* in: Ott/Schäfer (Hrsg.), S. 77, 78 f., 80 ff.; *Rekaiti/Bergh*, J. Cons. Pol’y 23 (2000), 371, 374, 383; *Gómez Pomar*, S. 7 ff., 10 ff.; *Ramsay* in: Newman (Hrsg.), S. 410, 413; *Schirmbacher*, S. 143; *Siems*, EuZW 2008, 454, 455, 457; *Grigoleit* in: Jestaedt/Lepsius (Hrsg.), S. 51, 62. Ob und in welchem Umfang Unternehmen die Kosten zwingender Regelungen tatsächlich auf den Verbraucher abwälzen können, hängt von den spezifischen Marktgegebenheiten ab. Darauf wird im Folgenden nicht weiter eingegangen; s. dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 225.

³⁰⁵ Verbraucher haben diesbezüglich einen stärkeren Anreiz als Unternehmen. Im Gegensatz zu den Versandunternehmen erleiden die Verbraucher regelmäßig keine Reputationsverluste, wenn sie ihr Widerrufsrecht opportunistisch ausnutzen. Zu dieser Asymmetrie in der Bedeutung von Reputationsmechanismen s. *Bebchuk/Posner*, 104 Mich. L. Rev. 827 (2006).

³⁰⁶ *Borges*, DB 2005, 319, 321 f., zeigt darüber hinaus, dass ein Widerrufsrecht bei Internet-Auktionen (wie im Sachverhalt von BGH NJW 2005, 53) dem Verbraucher einen Anreiz geben kann, systematisch überhöhte Gebote abzugeben. Auf dieses Problem wird im Folgenden nicht eingegangen.

Kleidungsstück in unterschiedlichen Größen bestellen, zu Hause die verschiedenen Größen anprobieren und dann die nicht passenden Größen unter Berufung auf ihr Widerrufsrecht an den Versandhändler zurückschicken.³⁰⁷ Auch nutzen manche Verbraucher das Widerrufsrecht, um sich Gegenstände für einen begrenzten Zeitraum zu „leihen“. Dazu zählen die Bestellung eines teuren Fernsehers vor der Fußballweltmeisterschaft im Jahr 2006 mit anschließendem Widerruf oder die entsprechende Bestellung eines Hochzeitskleides vor der Hochzeit.³⁰⁸ Im Jahr 2004 machten Verbraucher nach Angaben des Bundesverbands des Deutschen Versandhandels in 35 % aller Versandhandelsbestellungen von ihrem Widerrufsrecht Gebrauch.³⁰⁹ Bei Damenkleidung betrug die Retourenquote gar 53,1 %.³¹⁰ Dabei kamen 40 % aller Rücksendungen von nur 10 % aller Verbraucher.³¹¹ Dies zeigt, dass eine kleine Zahl von Verbrauchern besonders rege Gebrauch von ihrem Widerrufsrecht macht.

Das Widerrufsrecht, das eigentlich zur Lösung des Problems adverser Selektion auf Seiten der Unternehmen angetreten ist, schafft also gleichzeitig ein Problem des moralischen Risikos auf Seiten der Verbraucher.³¹² Um dieses Folgeproblem zu lösen, existieren unterschiedliche Möglichkeiten. So kann der Verbraucher verpflichtet werden, für die Zeit, in der er das bestellte Produkt untersucht und benutzt, eine Nutzungsentschädigung zu entrichten. Dies vermindert den Anreiz für den Verbraucher, von seinem Widerrufsrecht Gebrauch zu machen und dieses opportunistisch auszunutzen. Der deutsche Gesetzgeber hat dies durch einen Verweis auf die Wertersatzvorschrift des § 346 Abs. 2 BGB in §§ 312d Abs. 1 S. 1, 355, 357 Abs. 1 S. 1, Abs. 3 BGB gewährleistet.³¹³ Auch kann der Verbraucher verpflichtet werden, die Kosten

³⁰⁷ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 88; *Borges*, DB 2005, 319, 320.

³⁰⁸ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 88.

³⁰⁹ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 87; *Borges*, DB 2005, 319, 320 f. Dem stehen deutlich geringere Widerrufsquoten bei Haustürgeschäften gegenüber, s. oben Teil 3, bei Fn. 3.

³¹⁰ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 88.

³¹¹ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 87.

³¹² *Rekaiti/Bergh*, J. Cons. Pol'y 23 (2000), 371, 381 f.; *Bergh* in: Ott/Schäfer (Hrsg.), S. 77, 87; *Haupt*, German L.J. 4 (2003), 1137, 1149; *Schwintowski* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 331, 346; *Borges*, DB 2005, 319, 320 f. Da das Unternehmen vor Vertragsschluss nicht weiß, ob und unter welchen Voraussetzungen der Verbraucher nach Vertragsschluss von seinem Widerrufsrecht Gebrauch machen wird, handelt es sich um ein moralisches Risiko im Sinne einer nachvertraglichen Informationsasymmetrie zwischen Vertragspartnern; s. Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „moral hazard“. Allgemein zur Kategorie des moralischen Risikos s. oben Teil 2, bei Fn. 158 ff.

³¹³ Auf die Sondervorschriften der §§ 312d Abs. 6, 485 Abs. 5 BGB und des § 4 Abs. 3 FernUSG wird hier nicht eingegangen. Ebenfalls wird auf die Frage, ob diese Regelung noch durch die europäische Fernabsatzrichtlinie – insbesondere Artikel 6 Abs. 2 und Erwägungsgrund 14 – gedeckt ist, nicht eingegangen. Dies verneinend *Masuch* in: Münchener Kommentar BGB, § 357 Rdnr. 6; *Arnold/Dötsch*, NJW 2003, 187. Bejahend dagegen *Grüneberg* in:

der Rückabwicklung des Kaufvertrags zu tragen. Dem hat der deutsche Gesetzgeber ebenfalls – in klarer Übereinstimmung mit Artikel 6 Abs. 2 der Fernabsatzrichtlinie³¹⁴ – durch die abgestufte Kostenersatzregelung des § 357 Abs. 2 S. 3 BGB Rechnung getragen.

Die herkömmliche ökonomische Analyse des Widerrufsrechts bei Fernabsatzverträgen endet an dieser Stelle üblicherweise. Dabei wird die Frage ausgeblendet, ob es einen Unterschied macht, ob ein Widerrufsrecht von Unternehmen freiwillig angeboten wird oder ob die Unternehmen dazu gesetzlich verpflichtet werden. Denn auch ein freiwillig gewährtes Widerrufsrecht kann Informationsasymmetrien abbauen. Schon vor der Einführung des gesetzlichen Widerrufsrechts für Fernabsatzverträge im Jahr 2000³¹⁵ räumten viele Versandhändler ihren Kunden freiwillig ein Widerrufsrecht ein.

In einer solchen Situation scheint die Einführung eines gesetzlichen Widerrufsrechts auf den ersten Blick keinen Schaden anzurichten, da sie jene Versandhändler nicht berührt, die schon davor ein Widerrufsrecht angeboten haben. Bei den anderen Versandhändlern baut die Einführung eines gesetzlichen Widerrufsrechts Informationsasymmetrien ab. Eine solche Betrachtung lässt jedoch außer Acht, dass die Einführung eines gesetzlichen Widerrufsrechts das Verhalten von Verbrauchern verändern kann.³¹⁶ Gewährt ein Unternehmen dem Verbraucher ein Widerrufsrecht auf freiwilliger Basis, so hat der Verbraucher möglicherweise stärkere Vorbehalte, von seinem Widerrufsrecht opportunistisch Gebrauch zu machen, als bei einem gesetzlich angeordneten Widerrufsrecht. Die Einführung eines gesetzlichen Widerrufsrechts kann das Problem des moralischen Risikos auf Seiten der Verbraucher vergrößern.

Es spricht einiges dafür, dass sich dieser Effekt in der Realität beobachten lässt. Die verfügbaren empirischen Daten deuten in die Richtung, dass die Retourenquoten mit der Einführung eines gesetzlichen Widerrufsrechts im Fernabsatzgeschäft signifikant angestiegen sind. So zitieren *Georg Borges* und *Bernd Irlenbusch* die Studie einer Unternehmensberatung, die untersucht hat, mit welcher Häufigkeit Verbraucher vor der Verabschiedung des Fernabsatzgesetz-

Palandt, § 357 Rdnr. 14; *Grothe* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 357 Rdnr. 12. Zu einem verwandten Problem im Rahmen der Verbrauchsgüterkauf-Richtlinie s. EuGH, Urteil vom 17.4.2008, Rs. C-404/06 – *Quelle/Bundesverband der Verbraucherzentralen und Verbraucherverbände*; BGH, NJW 2006, 3200.

³¹⁴ Fernabsatzrichtlinie, ABl. EG Nr. L 144 vom 4.6.1997, S. 19.

³¹⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 284 ff.

³¹⁶ Außerdem wird bei dieser Argumentation nicht beachtet, dass die Einführung eines gesetzlichen Widerrufsrechts es den Versandhändlern unmöglich macht, durch das Anbieten eines freiwilligen Widerrufsrechts ein Signal für die eigene hohe Qualität zu senden. Zu diesem Zusammenhang zwischen zwingendem Vertragsrecht und Signalisierungsspielen im Zusammenhang mit dem kaufrechtlichen Gewährleistungsrecht s. oben Teil 3, bei Fn. 277 f. sowie *Mankowski*, S. 270 f.

zes von freiwillig eingeräumten Widerrufsrechten³¹⁷ Gebrauch gemacht haben und ob sich diese Häufigkeit durch die Schaffung eines gesetzlichen Widerrufsrechts verändert hat. Nach dieser Untersuchung ließ sich zwischen 1998 und 2004 ein Anstieg der Retourenquote von 24,2 % auf 35 % beobachten.³¹⁸

Dies scheint die Hypothese zu bestätigen, dass Verbraucher ein freiwillig eingeräumtes Widerrufsrecht seltener ausüben als ein gesetzlich angeordnetes Widerrufsrecht. Allgemeiner betrachtet könnte es für das Verhalten einer Vertragspartei einen Unterschied machen, ob ihr eine Rechtsposition von ihrem Vertragspartner auf freiwilliger Basis oder aufgrund einer gesetzlichen Regelung des zwingenden Vertragsrechts verliehen wird. Die Vertragspartei könnte die jeweilige Rechtsposition unterschiedlich wahrnehmen und damit auch in unterschiedlicher Weise ausüben. Dies könnte die Wirksamkeit zwingenden Vertragsrechts als Regulierungsinstrument beschränken.

Ob und in welchem Umfang diese Hypothese in der Realität zutrifft, soll im Folgenden untersucht werden. Dies soll durch theoretische, empirische und experimentelle Analysen untermauert werden.

2. Theoretischer Modellrahmen

a) Einführung

Aus einer theoretischen Perspektive spricht einiges dafür, dass Menschen eine Rechtsposition unterschiedlich wahrnehmen und ausüben, wenn sie ihnen entweder gesetzlich zugewiesen oder freiwillig von einem Vertragspartner gewährt wurde. Dies liegt daran, dass Menschen über soziale und endogene Präferenzen verfügen.

Damit wirft das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen Grundfragen der ökonomischen Analyse des Rechts auf. Die herkömmliche ökonomische Analyse des Rechts baut auf dem rationaltheoretischen Verhaltensmodell auf.³¹⁹ Dieses Modell geht davon aus, dass Menschen bei der Auswahl ihrer Handlung

³¹⁷ Zwar fehlen empirische Daten zu der Frage, welcher Prozentsatz der Unternehmen im Fernabsatzgeschäft vor Einführung eines gesetzlichen Widerrufsrechts freiwillig Widerrufsrechte gewährt haben. Der Prozentsatz war jedoch nicht unerheblich; s. nur *Bergh* in: *Ott/Schäfer* (Hrsg.), S. 77, 99.

³¹⁸ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 88. Die Fernabsatzrichtlinie stammt aus dem Jahr 1997, das Umsetzungsgesetz aus dem Jahr 2000, s. oben Teil 3, bei Fn. 286 f. Auch wenn die empirische Datenbasis lückenhaft ist, spricht manches dafür, den Anstieg der Retourenquote auf die gesetzliche Verankerung des Widerrufsrechts im Jahr 2000 zurück zu führen, s. *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 88. Empirische Daten vor dem Jahr 1998 sind nicht vorhanden. Zwar ist es nicht ausgeschlossen, dass schon die Verabschiedung der Richtlinie vor ihrer Umsetzung in das deutsche Recht Auswirkungen auf das Verbraucherverhalten hatte, wie *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 88, erwähnen. Besonders realistisch erscheint dies angesichts der geringen Wahrnehmung europäischer Richtlinien in der öffentlichen Debatte aber nicht.

³¹⁹ Dazu im Einzelnen oben Teil 2, C.II.1, S. 20.

gen den *eigenen* erwarteten Nutzen maximieren.³²⁰ Beispiele wie das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen geben jedoch Anlass, von der Annahme strikter Eigennutzmaximierung abzuweichen und der rechtsökonomischen Analyse ein Verhaltensmodell zugrunde zu legen, in dem Menschen über *soziale* Präferenzen verfügen (unten Teil 3, C.II.2.b), S. 101).

Das rationaltheoretische Verhaltensmodell geht weiterhin davon aus, dass Restriktionen – wozu auch rechtliche Regelungen gehören – die Handlungsmöglichkeiten von Menschen beschränken.³²¹ Menschen suchen anhand eines Entscheidungsprozesses jene Handlungsalternative aus einem gegebenen Handlungsraum aus, welche den erwarteten Nutzen entsprechend der eigenen Präferenzen bei gegebenen Restriktionen maximiert.³²² Dabei sind Restriktionen und Präferenzen unabhängig voneinander. Die Restriktionen sind dem Menschen exogen vorgegeben³²³ und beeinflussen dessen Präferenzbildung nicht. Präferenzen verändern sich nicht in unterschiedlichen gesellschaftlichen Zuständen und sind von existierenden rechtlichen Rahmenbedingungen unabhängig.³²⁴ Damit beeinflussen Rechtsnormen im rationaltheoretischen Verhaltensmodell die Präferenzen von Menschen nicht. Beispiele wie das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen geben jedoch Anlass, auch von der Annahme exogener Präferenzen abzuweichen und zu untersuchen, welche Auswirkungen *endogene* Präferenzen auf die ökonomische Analyse des Rechts haben (unten Teil 3, C.II.2.c), S. 107).

b) Soziale Präferenzen

Das rationaltheoretische Verhaltensmodell geht davon aus, dass Menschen bei der Auswahl ihrer Handlungen den *eigenen* erwarteten Nutzen maximieren. Der *homo oeconomicus* verfolgt nur eigene Interessen. Er handelt egoistisch und verfügt über keine sozialen Präferenzen.³²⁵ Der *homo oeconomicus* ist dabei ein sehr homogenes Wesen: Das rationaltheoretische Verhaltensmodell geht davon aus, dass *alle* Menschen egoistisch handeln.

Gesunder Menschenverstand genügt, um zu sehen, dass dieses Verhaltensmodell nicht dem tatsächlichen Verhalten von Menschen entspricht. Altruismus, Fairness, reziprokes Verhalten, Vertrauen, Rache, Hass und Boshaftigkeit

³²⁰ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 81, 85 ff.; s. weiterhin *Rabin*, Am. Econ. Rev. 83 (1993), 1281; *Fehr/Schmidt*, Quart. J. Econ. 114 (1999), 817; *Fehr/Fischbacher*, Econ. J. 112 (2002), C1; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 219; *Wagner-von Papp*, S. 126 ff.; *Kirchgässner*, S. 15. Auf Parallelen zu biologischen Verhaltensmodellen weisen *Fehr/Rockenbach*, Nature 422 (2003), 137, hin.

³²¹ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 44 ff.

³²² Dazu oben Teil 2, bei Fn. 61.

³²³ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 57.

³²⁴ *von Weizsäcker*, J. Econ. Theory 3 (1971), 345; *Cooter*, 27 J. Legal Stud. 585, 597 (1998); *McDonnell*, S. 2 f. Zur Bedeutung exogener Präferenzen s. oben Teil 2, Fn. 43.

³²⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 320.

sind genuine Bestandteile menschlichen Verhaltens. In solchen Fällen berücksichtigen Menschen bei ihrer Entscheidungsfindung nicht nur die Auswirkungen auf die eigene Güterverteilung, sondern auch auf die Güterverteilung Dritter. Dann spricht man von sozialen Präferenzen.³²⁶

Soziale Präferenzen müssen in einem rechtsökonomischen Verhaltensmodell, das wichtige Aspekte menschlichen Verhaltens erfassen will, abgebildet werden können. Um zu bestimmen, in welchem Umfang das Verhaltensmodell modifiziert werden muss, sind methodisch belastbare Untersuchungen notwendig, welche das Ausmaß der Verhaltensabweichungen vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell beschreiben können, die durch soziale Präferenzen hervorgerufen werden.

In den letzten 20 Jahren hat die experimentelle Ökonomie die Annahme der Eigennutzmaximierung im rationaltheoretischen Verhaltensmodell systematisch untersucht. Mit Hilfe von Experimenten³²⁷ wird analysiert, in welchem Umfang und unter welchen Bedingungen die Entscheidungsfindung von Menschen durch soziale Präferenzen beeinflusst wird. Durch diese Befunde soll das rationaltheoretische Verhaltensmodell um soziale Präferenzen erweitert und damit näher an menschliche Verhaltensmuster bewegt werden, die in der Realität beobachtet werden können.³²⁸ Dies hat auch Auswirkungen auf die ökonomische Analyse des Rechts.³²⁹

Im Folgenden soll ein Unterfall sozialer Präferenzen genauer betrachtet werden. Bei so genannten „Fairness-Präferenzen“³³⁰ geht es Menschen zwar nicht primär um einen Nutzen für Dritte.³³¹ Anders als *homines oeconomici* berücksichtigen Menschen mit Fairness-Präferenzen jedoch die Auswirkungen ihres Verhaltens auf Dritte und handeln damit nicht streng eigennützig.³³² Die experimentelle Ökonomie hat Fairness-Präferenzen insbesondere anhand von zwei

³²⁶ *Fehr/Fischbacher*, Econ. J. 112 (2002), C1, C2; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 270. Dies wird mitunter auch als „bounded self-interest“ bezeichnet, s. *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1479 (1998).

³²⁷ Allgemein zu dieser Methode s. oben Teil 2, C.V, S. 41.

³²⁸ Allgemein für eine Integration solcher Befunde in eine verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Spieltheorie s. *Camerer*, Trends Cogn. Sci. 7 (2003), 225, 227.

³²⁹ Eine exzellente Einführung zu dieser Frage bietet *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261.

³³⁰ Grundlegend *Rabin*, Am. Econ. Rev. 83 (1993), 1281; *Fehr/Schmidt*, Quart. J. Econ. 114 (1999), 817.

³³¹ Anders ist dies bei altruistischen Präferenzen.

³³² *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 270. Davon ist der Fall zu unterscheiden, dass Menschen eine Steigerung ihres eigenen Nutzens wahrnehmen, wenn ihr Verhalten positive Auswirkungen auf Dritte hat. So kann der Altruist im Rahmen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells als ein Mensch modelliert werden, der seinen eigenen Nutzen maximiert. Das rationaltheoretische Verhaltensmodell muss dafür noch nicht verlassen werden; s. *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 269 f.

Situationen untersucht, die der Spieltheorie³³³ entstammen: Es geht um das sogenannte „Ultimatum-Spiel“ und um Öffentliche-Guts-Spiele.

Im Ultimatum-Spiel wird zwei Experimentalteilnehmern eine bestimmte Geldsumme (beispielsweise insgesamt 10 €) zur Verfügung gestellt. Die Teilnehmer bekommen die Aufgabe, sich zu einigen, wie sie die Summe unter sich aufteilen wollen.³³⁴ Dabei können die Teilnehmer die Verhandlungsstruktur nicht frei wählen. Sie ist vielmehr vom Experimentalleiter vorgegeben. So muss der erste Teilnehmer dem zweiten Teilnehmer einen Vorschlag unterbreiten, wie die Summe aufgeteilt werden soll. Der zweite Teilnehmer kann den Vorschlag entweder annehmen oder ablehnen. Im Experiment bleiben beide Teilnehmer anonym und treffen nur einmal aufeinander („anonymous one-shot interaction“).

Die herkömmliche Spieltheorie baut auf dem rationaltheoretischen Verhaltensmodell auf.³³⁵ Sie nimmt daher an, dass beide Teilnehmer vollständig rational und eigennützig handeln.³³⁶ Unter dieser Annahme sagt die Spieltheorie voraus, dass der erste Teilnehmer dem zweiten Teilnehmer den kleinstmöglichen Betrag (also 1 Cent) anbieten wird. Der zweite Teilnehmer wird dieses Angebot auch annehmen, da er immerhin um 1 Cent besser dasteht und daher seinen Nutzen maximiert. Diese Lösung ist das einzige teilspielperfekte Gleichgewicht³³⁷ des Ultimatum-Spiels.³³⁸

Diese Vorhersagen der Spieltheorie auf Grundlage des rationaltheoretischen Verhaltensmodells haben sich in Laborexperimenten selten bestätigt.³³⁹ Regel-

³³³ Dazu allgemein oben Teil 2, Fn. 204.

³³⁴ Damit gehört das Ultimatum-Spiel zur Gruppe der Fairness-Spiele, da es um die Verteilung eines „Kuchens“ geht, s. *Ockenfels*, S. 4. Zum ähnlichen Diktator-Spiel, das zu verwandten Resultaten führt, s. nur *Camerer*, S. 48 ff.

³³⁵ Dazu oben Teil 2, C.II.1, S. 19.

³³⁶ Weiterhin setzt die Spieltheorie regelmäßig voraus, dass allen Spielern bekannt ist, dass alle anderen Spieler ebenfalls rational und eigennützig handeln. Zu diesem rekursiven Konzept s. *Posner*, S. 19; *Rieck*, S. 127 ff.; *Wagner-von Papp*, S. 115 f.

³³⁷ Zum Begriff des Gleichgewichts s. oben Teil 2, Fn. 214. Treten in einem Spiel mehrere Gleichgewichte auf, existieren unterschiedliche Konzepte, um zwischen diesen Gleichgewichten auszuwählen. Eines davon ist das Konzept des teilspielperfekten Gleichgewichts, das von *Reinhard Selten* entwickelt wurde und zu seiner Ehrung durch den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften im Jahr 1994 (gemeinsam mit *John Nash* und *John Harsanyi*) beitrug; s. dazu *Gabler Wirtschaftslexikon*, Eintrag zu „Teilspielperfektheit“; *Baird/Gertner/Picker*, S. 66.

³³⁸ *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 272 f.; *Ockenfels*, S. 5 f.

³³⁹ Grundlegend *Güth/Schmittberger/Schwarze*, J. Econ. Beh. & Organ. 3 (1982), 367; im Überblick *Fehr/Schmidt*, Quart. J. Econ. 114 (1999), 817, 825 ff.; *Fehr/Fischbacher*, Nature 425 (2003), 785, 785 f.; *Fehr/Schmidt* in: *Dewatripont/Hansen/Turnovsky* (Hrsg.), S. 208, 212. Ausnahmen bilden manche kleinen Stammesgesellschaften mit geringen sozialen Bindungen, s. dazu im Überblick *Henrich u.a.* in: *Henrich u.a.* (Hrsg.), S. 8, 22 ff.; *Camerer*, Trends Cogn. Sci. 7 (2003), 225, 228; *Henrich*, Am. Econ. Rev. 90 (2000), 973. Insgesamt sind Fairness-Präferenzen vom kulturellen und sozialen Kontext abhängig; s. *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 308 ff. Paradigmatisch das Experiment von *Axel Ockenfels* und *Joachim Weimann* zu

mäßig teilen Teilnehmer die Summe hälftig auf. Selbst im Durchschnitt liegt das Angebot des ersten Teilnehmers bei 40 % der Gesamtsumme. Niedrigere Angebote werden vom zweiten Teilnehmer häufig abgelehnt.³⁴⁰ Insbesondere diese Ablehnung niedriger Angebote durch den zweiten Teilnehmer verletzt die Annahmen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells.³⁴¹ Sie wird allgemein dahin interpretiert, dass der zweite Teilnehmer ein solches Angebot als unfair empfindet.³⁴² Die experimentelle Überprüfung des Ultimatum-Spiels zeigt die Existenz von Fairness-Präferenzen.

Das zweite Experiment, mit dem die experimentelle Ökonomie Fairness-Präferenzen untersucht, ist die Klasse der Öffentlichen-Guts-Spiele. Ein öffentliches Gut zeichnet sich durch Nicht-Rivalität in der Nutzung und Nicht-Exklusivität im Angebot aus.³⁴³ Aufgrund dieser Eigenschaften sagt das rationaltheoretische Verhaltensmodell voraus, dass niemand zur Finanzierung öffentlicher Güter beitragen wird. Jeder Marktteilnehmer verheimlicht seine tatsächlichen Präferenzen und seine positive Zahlungsbereitschaft für das öffentliche Gut in der Hoffnung, dass andere Marktteilnehmer das Gut finanzieren werden. Es kommt zum Marktversagen in Form eines Trittbrettfahrer-Problems („free rider“-Problematik).³⁴⁴

Die experimentelle Ökonomie hat diese Vorhersage des rationaltheoretischen Verhaltensmodells in Öffentlichen-Guts-Spielen experimentell überprüft.³⁴⁵ Im klassischen Öffentlichen-Guts-Spiel erhält jeder Teilnehmer im Experiment eine bestimmte Geldsumme als Ausstattung.³⁴⁶ Diese Summe kann der Teilnehmer entweder für sich behalten oder ganz beziehungsweise teilweise in ein öffentliches Gut investieren. Soweit er die Summe in das öffentliche Gut inves-

unterschiedlichen Kooperationsraten zwischen Ost- und Westdeutschen, *Ockenfels/Weimann*, J. Pub. Econ. 71 (1999), 275; *Ockenfels*, S. 104 ff.

³⁴⁰ *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 283; *Camerer*, Trends Cogn. Sci. 7 (2003), 225, 228; *Camerer*, S. 9 ff., 48 ff. Angebote, die weniger als 20 % der auszahlbaren Summe betragen, werden mit einer Wahrscheinlichkeit von 40 %-60 % abgelehnt, s. *Fehr/Fischbacher*, Econ. J. 112 (2002), C1, C5; *Fehr/Schmidt* in: Dewatripont/Hansen/Turnovsky (Hrsg.), S. 208, 212; *Wagner-von Papp*, S. 117 f. Zur Widerlegung möglicher Einwände gegen die Experimente s. *Fehr/Fischbacher*, Econ. J. 112 (2002), C1, C6 ff.; *Fehr/Schmidt* in: Dewatripont/Hansen/Turnovsky (Hrsg.), S. 208, 215, 217.

³⁴¹ Dies gilt allerdings nur, wenn zwischen den Teilnehmern eine einmalige Interaktion stattfindet. Bei wiederholten Interaktionen kann die Ablehnung eines zu niedrigen Angebots durch den zweiten Teilnehmer rational sein; s. dazu *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 284 f.

³⁴² *Fehr/Schmidt* in: Dewatripont/Hansen/Turnovsky (Hrsg.), S. 208, 212; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 284.

³⁴³ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 135 f.

³⁴⁴ *Schäfer/Ott*, S. 108. Dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 137.

³⁴⁵ Anders als Fairness-Spiele (dazu oben Teil 3, Fn. 334 ff.) gehören Öffentlich-Gut-Spiele zu den Dilemma-Spielen, bei denen die Ineffizienz der Gleichgewichtsallokation bei eigennützigem Verhalten im Vordergrund stehen, s. *Ockenfels*, S. 4.

³⁴⁶ Zum Folgenden *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 274 f.

tiert, wird die Summe um einen Faktor multipliziert, der den Kooperationsgewinn aller Teilnehmer ausdrückt. Dadurch soll abgebildet werden, dass der Nutzen aus dem öffentlichen Gut höher ist als dessen Bereitstellungskosten. Nachdem sich alle Teilnehmer für oder gegen die Investition entschieden haben, wird die multiplizierte Gesamtsumme gleichmäßig an alle Teilnehmer ausbezahlt. Dabei erfolgt die Auszahlung unabhängig vom jeweiligen Beitrag des Teilnehmers, da niemand von der Nutzung des öffentlichen Guts ausgeschlossen werden kann.

Ein Beispiel mag dies veranschaulichen. Wird das Experiment mit fünf Teilnehmern durchgeführt, erhält jeder Teilnehmer eine Ausstattung von 10 €. Investiert aber nur ein Teilnehmer 5 € und wird diese Summe mit dem Faktor zwei multipliziert, so erhält danach jeder Teilnehmer 2 € als Ausschüttung. Der Teilnehmer, der 5 € investiert hat, erhält also nur 2 € als Ausschüttung zurück (und behält die restlichen 5 €, die er nicht investiert hat). Seine Investition lohnt sich erst, wenn hinreichend viele andere Teilnehmer ebenfalls investieren. Investieren alle Teilnehmer jeweils 10 €, erhält jeder Teilnehmer 20 € als Ausschüttung zurück, kann seine Investition also verdoppeln. Investieren dagegen nur vier Teilnehmer jeweils 10 €, so erhält der Teilnehmer, der nicht investiert hat, insgesamt 26 € (16 € als Ausschüttung aus dem von den anderen Teilnehmern finanzierten öffentlichen Gut und 10 € als seine ursprüngliche Ausstattung).

Diese Spielstruktur führt dazu, dass es für jeden Teilnehmer individuell rational ist, selbst nichts zur Finanzierung des öffentlichen Guts beizutragen, sondern an den Investitionen der anderen Teilnehmer teilzuhaben (Trittbrettfahrer-Problem). Damit bildet die Spielstruktur das Problem öffentlicher Güter ab.

Die Durchführung von Öffentlichen-Guts-Spielen im Laborexperiment bestätigen die Vorhersagen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells nicht. Die Teilnehmer unterlassen nicht die Investition in die Bereitstellung des öffentlichen Guts. Sie investieren dafür vielmehr 40–60 % ihrer Ausstattung.³⁴⁷ Im vorliegenden Zusammenhang ist von besonderem Interesse, dass sich verschiedene Typen von Teilnehmern identifizieren lassen.³⁴⁸ Ein kleiner Teil der

³⁴⁷ *Fehr/Fischbacher*, Nature 425 (2003), 785, 786; *Ledyard* in: Kagel/Roth (Hrsg.), S. 111, 170. Dies gilt allerdings nur in der ersten Runde des Öffentlichen-Guts-Spiels. Wird das Spiel wiederholt und existieren keine Institutionen, welche die (dezentrale) Bestrafung der Teilnehmer erlauben, sinkt der Beitrag der Teilnehmer zum öffentlichen Gut bis Runde 10 stark ab. Er liegt im Durchschnitt allerdings immer noch weit über 0 %. Dazu *Isaac/Walker*, Quart. J. Econ. 103 (1988), 179, 190, 194; *Fehr/Gächter*, Am. Econ. Rev. 90 (2000), 980, 986, 989 (mit Vergleich zur Situation, wenn Bestrafungsmechanismen eingeführt werden); *Camerer*, S. 45 ff.

³⁴⁸ Diese Heterogenität unter den Teilnehmern lässt sich auch in anderen Experimenten zu Fairness-Präferenzen feststellen; s. nur *Fehr/Falk*, Eur. Econ. Rev. 46 (2002), 687, 691; *Fehr/Schmidt* in: Dewatripont/Hansen/Turnovsky (Hrsg.), S. 208, 209; *Fehr/Fischbacher*, Econ. J. 112 (2002), C1, C4; *Ockenfels*, S. 103 ff.; *Fehr/Rockenbach*, Nature 422 (2003), 137, 138.

Teilnehmer handelt konsequent altruistisch, ohne sich vom Verhalten der anderen Spieler beeinflussen lassen („unconditional cooperators“). Dieser Teil trägt immer zur Bereitstellung des öffentlichen Guts bei.³⁴⁹ Ein anderer Teil der Teilnehmer verhält sich streng egoistisch, folgt also den Vorhersagen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells („free riders“). Dieser Teil trägt nie zur Bereitstellung des öffentlichen Guts bei. Ein dritter Teil der Teilnehmer handelt bedingt kooperativ. Dieser Teil ist bereit, zur Bereitstellung des öffentlichen Guts beizutragen, macht aber den Beitrag von der Kooperation der anderen Teilnehmer abhängig („conditional cooperators“). Diese dritte Gruppe bedingt kooperativer Teilnehmer macht bis zu 60 % aller Teilnehmer aus.³⁵⁰ Angesichts dieser Gruppe zeigt auch die experimentelle Überprüfung der Öffentlichen-Guts-Spiele die Existenz von Fairness-Präferenzen.

Ultimatum-Spiele, Öffentliche-Guts-Spiele und weitere Experimente³⁵¹ zeigen, dass die Annahme des rationaltheoretischen Verhaltensmodells, wonach Menschen über keine sozialen Präferenzen verfügen, revidiert werden muss. Eines der Forschungsanliegen der verhaltenswissenschaftlichen Ökonomie ist es, die Erkenntnisse der experimentellen Ökonomie für eine Neuformulierung des ökonomischen Verhaltensmodells nutzbar zu machen. Fairness soll Teil der modellierbaren Präferenzen werden.

Hinsichtlich der Frage, wie Fairness in das ökonomische Verhaltensmodell integriert werden sollte, existieren unterschiedliche Auffassungen. Sie beruhen auf unterschiedlichen Erklärungsansätzen für Fairness-Präferenzen. Nach einem Ansatz ist Fairness eine Frage von Verteilungsergebnissen. Menschen bewerten eine soziale Interaktion anhand der Vor- und Nachteile, die die Interaktion mit sich bringt. Menschen mit Fairness-Präferenzen vermeiden Zustände, in denen Güter im Vergleich zu anderen Menschen ungleich verteilt sind („Ungleichheitsaversion“ oder „inequity aversion“).³⁵² Nach einem anderen Ansatz ist Fairness nicht nur eine Frage des Verteilungsergebnisses, sondern auch des Verteilungsprozesses. Die Bewertung der sozialen Interaktion wird davon beeinflusst, welche Absichten andere Menschen bei der Interaktion hatten. So reagiert ein Mensch auf das Verhalten eines anderen Menschen, welches als

³⁴⁹ Dazu *Fehr/Fischbacher* in: Gintis u.a. (Hrsg.), S. 151, 164 ff.

³⁵⁰ *Kurzban/Houser*, Proc. Nat'l Acad. Sci. USA 102 (2005), 1803 m.w.N., auch zu alternativen Klassifizierungsschemata; *Fischbacher/Gächter/Fehr*, Econ. Letters 71 (2001), 397; *Fehr/Falk*, Eur. Econ. Rev. 46 (2002), 687, 691; *Fehr/Fischbacher*, Nature 425 (2003), 785, 786; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 286 f.; s. a. *Rabin*, Am. Econ. Rev. 83 (1993), 1281, 1283. Die Existenz bedingt kooperativer Teilnehmer kann auch erklären, warum die Beitragsraten zum öffentlichen Gut bei wiederholten Spielen abnehmen.

³⁵¹ Einen exzellenten Überblick über die Forschung gibt *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 281 ff.

³⁵² *Fehr/Schmidt*, Quart. J. Econ. 114 (1999), 817, 820 f.; *Bolton/Ockenfels*, Am. Econ. Rev. 90 (2000), 166; *Engelmann/Strobel*, Am. Econ. Rev. 94 (2004), 857; *Ockenfels*, S. 17 ff.; *Camerer*, S. 101 ff.

freundlich wahrgenommen wird, selbst freundlich, während er auf unfreundliches Verhalten selbst unfreundlich reagiert („reziproke Fairness“).³⁵³

Zusammenfassend zeigt sich, dass die experimentelle Ökonomie in den letzten Jahren zwei Grundannahmen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells erschüttert hat. Sie hat in replizierbaren Experimenten gezeigt, in welchem Umfang Menschen nicht eigennützig handeln, sondern soziale Präferenzen – insbesondere Fairness-Präferenzen – aufweisen. Sie hat auch gezeigt, dass sich Menschen hinsichtlich sozialer Präferenzen unterscheiden. Präferenzen sind weder ausschließlich eigennützig noch weisen sie eine homogene Struktur auf.³⁵⁴

c) Endogene Präferenzen

Neben der Annahme egoistischen Verhaltens geht das rationaltheoretische Verhaltensmodell davon aus, dass Restriktionen die Handlungsmöglichkeiten von Menschen beschränken. Restriktionen sind exogen vorgegeben. Präferenzen verändern sich nicht in unterschiedlichen gesellschaftlichen Zuständen und sind von existierenden rechtlichen Rahmenbedingungen unabhängig.³⁵⁵

Diese Annahme des rationaltheoretischen Verhaltensmodells spiegelt natürlich nicht die Wirklichkeit wider. In der Realität können unterschiedliche gesellschaftliche Zustände sehr wohl die Präferenzbildung von Menschen beeinflussen.³⁵⁶ Insbesondere können rechtliche Regelungen die Präferenzkonstruktion beeinflussen.³⁵⁷ Die ökonomische Analyse des Rechts versucht zunehmend, diese Tatsache in ihren Methodenapparat zu integrieren.

Die herkömmliche ökonomische Analyse des Rechts sieht die Steuerungswirkung des Rechts ausschließlich in der Sanktion. Rechtliche Sanktionen haben eine Abschreckungswirkung, da sie die Kosten bestimmter Handlungsalternativen erhöhen, und bewegen Menschen damit zu einer Verhaltensanpassung. Rechtliche Sanktionen werden als Kosten modelliert, welche die Entscheidungen von Menschen beeinflussen.³⁵⁸

³⁵³ *Rabin*, Am. Econ. Rev. 83 (1993), 1281: „People like to help those who are helping them, and to hurt those who are hurting them“; *McCabe/Rigdon/Smith*, J. Econ. Beh. & Organ. 52 (2003), 267; *Burnham/McCabe/Smith*, J. Econ. Behav. & Organ. 43 (2000), 57; *Smith*, Am. Econ. Rev. 93 (2003), 465, 494 ff.; *Charness/Rabin*, Quart. J. Econ. 117 (2002), 817; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 303 ff.; *Camerer*, S. 101 ff.; s. a. *Fehr/Fischbacher*, Econ. J. 112 (2002), C1, C2 f.

³⁵⁴ Näher zum Problem der Heterogenität s. unten Teil 3, E, S. 265.

³⁵⁵ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 321 ff.

³⁵⁶ *McDonnell*, S. 2. Das bedeutet allerdings nicht, dass eine solche Wechselwirkung zwischen gesellschaftlichem Zustand und Präferenzbildung immer auftritt.

³⁵⁷ Dazu auch unten Teil 3, D.II.2.c)cc(8), S. 223. Zu den Problemen dieses Ansatzes s. unten Teil 4, A.III.2, S. 327.

³⁵⁸ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 45 f.

In den letzten Jahren weist eine Strömung innerhalb der rechtsökonomischen Analyse unter dem Schlagwort der „expressiven Funktion des Rechts“ darauf hin, dass Recht nicht nur durch Sanktionen wirkt.³⁵⁹ Vielmehr kann die Kommunikation der rechtlichen Regelung selbst zu Verhaltensänderungen führen, ohne dass eine Sanktion wirkt.³⁶⁰ Rechtliche Regelungen können die Präferenzbildung selbst beeinflussen. Präferenzen sind dann nicht mehr exogen, sondern endogen. Die Präferenzbildung selbst wird in die ökonomische Analyse einbezogen.³⁶¹

Gemeinhin wird zwischen zwei Funktionen expressiven Rechts unterschieden. Bei der ersten Funktion geht es um ein Problem der Gleichgewichtsauswahl. Darauf ist in anderem Zusammenhang zurück zu kommen.³⁶² Im vorliegenden Zusammenhang ist die zweite Funktion expressiven Rechts von Bedeutung. Danach kann expressives Recht den Inhalt sozialer Präferenzen unmittelbar mitbestimmen. Rechtliche Regelungen beeinflussen, welche Fairness-Präferenzen Menschen bilden.³⁶³ Die bloße Tatsache, dass eine Institution

³⁵⁹ Der Begriff des expressiven Rechts wird oftmals unscharf und in unterschiedlichen Zusammenhängen verwendet. Es kann im vorliegenden Zusammenhang nicht darum gehen, die Debatte um expressives Recht in ihrer Gesamtheit darzustellen. Es geht nur um das Verständnis einer expressiven Funktion des Rechts, das auf endogenen Präferenzen aufbaut.

³⁶⁰ Plastisch *Bar-Gill/Fershtman*, J. L. *Econ. & Organ.* 20 (2004), 331, 332: „... different legal systems may affect not just the behavior of individuals, but who they are. And since who you are also affects how you choose to behave, a new indirect influence on behavior is introduced.“ Die Wirkungsweise expressiven Rechts ist komplizierter als im Folgenden skizziert. Insbesondere kommuniziert der Gesetzgeber rechtliche Regelungen regelmäßig nicht unmittelbar zum Regelungsadressaten. Vielmehr wird Recht über Medien, Verbände, Rechtsberater und andere Intermediäre kommuniziert. Dadurch wird auch der Inhalt des kommunizierten Rechts verändert, *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 337. Zu diesem Problem auch unten Teil 4, A.I.3, S. 319.

³⁶¹ *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 268 Fn. 23, S. 308. Dieser Analyseansatz steht exemplarisch für eine breitere sozialwissenschaftlichen Schule, die verschiedene Regulierungsmechanismen – wie das Recht oder soziale Normen – nicht als getrennte Mechanismen betrachtet, sondern sich für die Interaktionen dieser Mechanismen interessiert; programmatisch *Lessig*, 27 *J. Legal Stud.* 661, 665 f., 672 ff. (1998). Die herkömmliche ökonomische Analyse des Rechts vernachlässigt solche Interaktionswirkungen.

³⁶² Dazu unten Teil 3, bei Fn. 399 ff.

³⁶³ *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 337 f.; *Cooter*, 27 *J. Legal Stud.* 585, 586, 597 ff (1998). Im vorliegenden Zusammenhang wird nur auf die unmittelbare Beeinflussung von Fairness-Präferenzen durch das Recht eingegangen. In ähnlicher Weise kann expressives Recht soziale Normen verändern, die nach einer Internalisierung ihrerseits die Präferenzbildung beeinflussen können. Wichtigstes Beispiel ist das Allgemeine Gleichbehandlungsgesetz, s. *Engert* in: Witt u.a. (Hrsg.), S. 31, 52. Zu diesem Verhältnis zwischen Recht und sozialen Normen s. *Sunstein*, 144 *U. Penn. L. Rev.* 2021, 2025 f., 2029 ff. (1996) (insbesondere S. 2031: „law as an effort to produce adequate social norms“, und S. 2043: „A large point of law may be to shift social norms and social meaning“); *Lessig*, 62 *U. Chi. L. Rev.* 943, 1022 (1995). Zur Internalisierung sozialer Normen s. *McAdams*, 96 *Mich. L. Rev.* 338, 376 ff. (1997); *Posner*, *Am. Econ. Rev. Papers & Proc.* 87 (1997), 365, 366 f.; *Cooter*, 86 *Va. L. Rev.* 1577 (2000). Eine alternative Erklärung zur Theorie expressiven Rechts entwickeln *Bar-Gill/Fershtman*,

wie das Recht³⁶⁴ eine bestimmte Regelung kommuniziert, kann dazu führen, dass diese Regelung von den Regelungsadressaten als fair oder unfair empfunden wird.³⁶⁵ Eine solche expressive Wirkung des Rechts lässt sich nicht nur theoretisch modellieren,³⁶⁶ sondern auch experimentell belegen.³⁶⁷

Im vorliegenden Zusammenhang untermauert die Theorie von der expressiven Funktion des Rechts die Hypothese, dass es für das Verhalten einer Vertragspartei einen Unterschied macht, ob ihr eine Rechtsposition von ihrem Vertragspartner auf freiwilliger Basis oder aufgrund einer gesetzlichen Vorschrift des zwingenden Vertragsrechts verliehen wird.³⁶⁸ Denn die bloße Tatsache, dass die Rechtsposition vom Gesetzgeber statt vom Vertragspartner zugewiesen wird, kann die Präferenzbildung der Vertragspartei und damit deren Verhalten beeinflussen. In Bezug auf das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen bedeutet dies, dass es aus rechtsökonomischer Sicht gut vorstellbar ist, dass Verbraucher von einem Widerrufsrecht auf freiwilliger Basis seltener Gebrauch machen als von einem gesetzlich angeordneten Widerrufsrecht. Endogene Präferenzen können eine theoretische Erklärung für das tatsächlich beobachtete Verbraucherverhalten liefern.

d) Zusammenfassung

Der *homo oeconomicus* des rationaltheoretischen Verhaltensmodells verfügt über geradezu übermenschliche Fähigkeiten. Er handelt immer egoistisch und lässt sich in der Präferenzbildung nicht von gesellschaftlichen Entwicklungen

J. L. Econ. & Organ. 20 (2004), 331, die die Beeinflussung von Fairness-Präferenzen durch das Recht auf der Grundlage eines evolutionär-spieltheoretischen Modells erklären, das von Lern- und Imitationseffekten geprägt ist.

³⁶⁴ Der hier zugrunde gelegte Institutionenbegriff folgt der Neuen Institutionenökonomie. Danach sind Institutionen „ein System miteinander verknüpfter, formgebundener (formaler) und formungebundener (informeller) Regeln ... einschließlich der Vorkehrungen zu deren Durchsetzung“, *Richter/Furubotn*, S. 7; s. a. *Erlei/Leschke/Sauerland*, S. 22. Sie dienen dem Zweck, „die Ungewissheiten des menschlichen Lebens zu verringern, das Treffen von Entscheidungen zu erleichtern und die Zusammenarbeit zwischen den einzelnen zu fördern, so dass im Ergebnis die Kosten der Koordination wirtschaftlicher und anderer Aktivitäten abnehmen“, *Richter/Furubotn*, S. 8. Damit stellen die formellen Regeln des privaten und öffentlichen Rechts ebenso Institutionen dar wie soziale Normen und Organisationen; s. *Erlei/Leschke/Sauerland*, S. 22. Zu weiteren Definitionsansätzen des Institutionenbegriffs s. *Erlei/Leschke/Sauerland*, S. 22 ff.

³⁶⁵ Unter solchen Umständen kann eine Regelung sogar dann als fair empfunden werden, wenn sie im Ergebnis zu einer ungleichen Verteilung führt, nach der oben dargestellten Theorie der Ungleichheitsaversion (dazu oben Teil 3, bei Fn. 352) also als unfair empfunden werden müsste; s. *McAdams/Nadler*, J. Empirical Legal Stud. 2 (2005), 87, 116 ff.

³⁶⁶ *McAdams/Nadler*, J. Empirical Legal Stud. 2 (2005), 87, 88; *McAdams*, 86 Va. L. Rev. 1649, 1652 (2000); *Baird/Gertner/Picker*, S. 41; *Posner*, S. 177 ff.; *Cooter*, 27 J. Legal Stud. 585 (1998), 586, 593 ff.; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 331 ff.

³⁶⁷ *McAdams/Nadler*, J. Empirical Legal Stud. 2 (2005), 87. Dazu unten Teil 3, C.II.3.a), S. 110.

³⁶⁸ Zu dieser Hypothese s. oben Teil 3, C.II.2.a), S. 100.

beeinflussen. Solche Annahmen, die dem gesunden Menschenverstand fern liegen und in anderen Sozialwissenschaften nicht getroffen werden, bringen auch die Ökonomen ins Zweifeln.³⁶⁹ Die experimentelle Ökonomie untersucht seit langem Existenz und Umfang sozialer Präferenzen. Die ökonomische Analyse des Rechts widmet sich zunehmend der Verhaltenssteuerung durch rechtliche Regelungen außerhalb der Sanktion. Dabei tritt das Problem endogener Präferenzen auf.

In Bezug auf das Verbraucherverhalten bei Widerrufsrechten im Fernabsatzgeschäft verspricht die Forschung zu sozialen Präferenzen und zur expressiven Funktion des Rechts, das tatsächliche Verbraucherverhalten besser modellieren zu können als das rationaltheoretische Verhaltensmodell. Dies könnte allgemein zu einer Verbesserung des rationaltheoretischen Verhaltensmodells führen. Allerdings ist eine solche Verbesserung nicht einfach. Es sei nur darauf hingewiesen, dass es aus methodischen Gründen sehr schwierig ist, normative, wohlfahrtstheoretische Modelle auf einem Verhaltensmodell aufzubauen, das auf endogenen Präferenzen beruht. Darauf wird noch zurück zu kommen sein.³⁷⁰ Im Folgenden soll zunächst untersucht werden, inwiefern die theoretischen Überlegungen zu sozialen Präferenzen und zur expressiven Funktion des Rechts durch empirische und experimentelle Untersuchungen belegt werden können.

3. Empirischer und experimenteller Befund

a) Befund

Empirisch scheinen Verbraucher ein freiwillig eingeräumtes Widerrufsrecht im Fernabsatzgeschäft seltener auszuüben als ein gesetzlich angeordnetes Widerrufsrecht.³⁷¹ Die moderne ökonomische Analyse des Rechts kann diese Beobachtung in einem theoretischen Modellrahmen erklären, wenn sie sich vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell löst und soziale und endogene Präferenzen anerkennt.³⁷²

Fraglich ist, inwieweit dieser theoretische Modellrahmen durch empirische und experimentelle Untersuchungen belegt werden kann. Es geht zunächst um die Frage, ob empirische Untersuchungen die allgemeine Hypothese stützen, wonach es für das Verhalten einer Vertragspartei einen Unterschied machen kann, ob ihr eine Rechtsposition von ihrem Vertragspartner auf freiwilliger Basis oder aufgrund einer gesetzlichen Regelung des zwingenden Vertragsrechts verliehen wird.³⁷³ Danach ist zu analysieren, ob experimentelle Untersu-

³⁶⁹ von Weizsäcker, Adaptive Preferences, S. 2.

³⁷⁰ Dazu unten Teil 4, bei Fn. 34 ff.

³⁷¹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 318.

³⁷² Dazu oben Teil 3, C.II.2, S. 200.

³⁷³ Zu dieser allgemeinen Hypothese s. oben Teil 3, nach Fn. 318.

chungen die spezifische Hypothese stützen, wonach Verbraucher ein freiwillig eingeräumtes Widerrufsrecht im Fernabsatzgeschäft seltener ausüben als ein gesetzlich angeordnetes Widerrufsrecht.

Hinsichtlich der allgemeine Hypothese, wonach es für das Verhalten einer Vertragspartei einen Unterschied machen kann, ob ihr eine Rechtsposition von ihrem Vertragspartner auf freiwilliger Basis oder aufgrund einer gesetzlichen Regelung des zwingenden Vertragsrechts verliehen wird, ist insbesondere über eine empirische Studie von *Uri Gneezy* und *Aldo Rustichini* zu berichten. Die Autoren widmeten sich in einer Feldstudie der verhaltenssteuernden Wirkung rechtlicher Sanktionen am Beispiel israelischer Kindergärten. In Kindergärten lässt sich oftmals beobachten, dass Eltern ihre Kinder erst nach der vereinbarten Zeit vom Kindergarten abholen. Dies führt zu Mehrkosten für die Kindergärten, die diese vermeiden wollen. Zu diesem Zweck versuchen manche Kindergärten, das Fehlverhalten der Eltern durch die Einführung einer Vertragsstrafe für die Spätabholer zu reduzieren. *Gneezy* und *Rustichini* führten in einer Anzahl israelischer Kindergärten eine solche Vertragsstrafe ein, um zu beobachten, welche Auswirkungen dies auf Spätabholer hat. Es zeigte sich, dass die Vertragsstrafe nicht zum erwünschten Effekt führte, wonach die Eltern nun pünktlich zur Abholung ihrer Kinder hätten erscheinen sollen. Vielmehr holten die Eltern nach Einführung der Vertragsstrafe ihre Kinder wesentlich häufiger zu spät ab als vor Einführung der Vertragsstrafe.³⁷⁴

Gneezy und *Rustichini* bieten für dieses Verhalten der Eltern zwei Erklärungen an, von denen die eine im vorliegenden Zusammenhang relevant ist.³⁷⁵ Vor Einführung der Vertragsstrafe nahmen die Eltern die längere Kinderbetreuung als ein großzügiges, nicht-monetäres Entgegenkommen der Kindergärtnerinnen auf. Aufgrund von Fairness-Präferenzen gegenüber den Kindergärtnerinnen meinten die Eltern, sie sollten ihre Kinder nicht zu spät vom Kindergarten abholen. Nach Einführung der Vertragsstrafe nahmen die Eltern die Vertragsstrafe als eine Art Bezahlung wahr, mit der die längere Inanspruchnahme des Kindergartens abgegolten wurde. Die Eltern meinten nun, „ohne schlechtes Gewissen“ auf die Kinderbetreuung zugreifen zu können, so lange sie diese benötigen. Damit wurde die längere Kinderbetreuung mit Einführung der Vertragsstrafe „kommerzialisert“.³⁷⁶

Die Vertragsstrafe hatte die Fairness-Präferenzen der Eltern verändert. Die beabsichtigte verhaltenssteuernde Wirkung der Vertragsstrafe als Sanktion wurde durch die verhaltenssteuernde Beeinflussung der Präferenzen der Eltern

³⁷⁴ *Gneezy/Rustichini*, 29 J. Legal Stud. 1 (2000).

³⁷⁵ Die andere Erklärung baut auf unvollständigen Verträgen auf, die im Kindergarten-Beispiel bestanden, s. *Gneezy/Rustichini*, 29 J. Legal Stud. 1 (2000), 10 ff. Diese Erklärung ist auf die hier interessierenden Fälle nicht unmittelbar anwendbar.

³⁷⁶ *Gneezy/Rustichini*, 29 J. Legal Stud. 1 (2000), 13 f.

verdrängt.³⁷⁷ Dies zeigt, dass die Einführung einer rechtlichen Sanktion Präferenzen beeinflussen und im vorliegenden Fall Fairness-Präferenzen schwächen kann.³⁷⁸ Dieser Effekt wird mitunter als „fairness crowded out by law“ bezeichnet³⁷⁹ und konnte in ähnlichen Studien wiederholt gezeigt werden.³⁸⁰

Diese Erklärung mag auch die spezifische Hypothese untermauern, dass Verbraucher ein gesetzlich angeordnetes Widerrufsrecht im Fernabsatzgeschäft häufiger ausüben als ein freiwillig eingeräumtes Widerrufsrecht. Bei der freiwilligen Gewährung eines Widerrufsrechts sehen die Verbraucher dies als einen generösen Akt des Unternehmens an. Aufgrund von Fairness-Präferenzen wollen sie das Widerrufsrecht nicht über Gebühr ausnutzen und das Unternehmen nicht „ausbeuten“. Wird das Widerrufsrecht dagegen von Gesetzes wegen angeboten, ist es gleichsam kommerzialisiert. Das gesetzlich angeordnete Wider-

³⁷⁷ Wie immer bei Experimenten und Feldstudien ist auf die Beschränkungen der Untersuchungen hinzuweisen. Im vorliegenden Fall betrug die Vertragsstrafe für eine Verspätung der Eltern ca. 2,70 US-\$. Wie *Gneezy/Rustichini*, 29 J. Legal Stud. 1 (2000), 3, 10, 15, selbst betonen, wäre das Experiment bei hohen Vertragsstrafen wahrscheinlich nicht replizierbar. Zu einer ähnlichen Untersuchung zum Verhältnis zwischen monetären Anreizen und Leistung s. *Gneezy/Rustichini*, Quart. J. Econ. 115 (2000), 791, sowie grundlegend *Frey/Oberholzer-Gee*, Am. Econ. Rev. 87 (1997), 746.

³⁷⁸ Es sei darauf hingewiesen, dass die Studie von *Gneezy* und *Rustichini* aus methodischer Sicht kritisiert wurde; s. *Rubinstein* in: Blundell/Newey/Persson (Hrsg.), S. 246, 249 ff. Unabhängig von diesem Streit existiert inzwischen reichhaltige empirische Evidenz, dass rechtliche Regelungen Präferenzen beeinflussen können; s. dazu die Nachweise in den folgenden Fußnoten.

³⁷⁹ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84. Der Begriff orientiert sich einerseits an Beobachtungen, dass das Recht die Möglichkeit informeller Sanktionierung behindern und damit soziale Normsysteme schwächen kann (zu derartigen „crowding out“-Effekten s. *Ostrom* in: Gintis u.a. (Hrsg.), S. 253; *Ostrom u.a.*, Science 284 (1999), 278; *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 328 f.). Andererseits orientiert er sich an den Untersuchungen *Bruno Freys*, wonach extrinsische Anreize intrinsische Motivation behindern können (zu derartigen „crowding out“-Effekten s. *Frey*; *Frey/Oberholzer-Gee*, Am. Econ. Rev. 87 (1997), 746; *Frey/Jegen*, J. Econ. Surv. 15 (2001), 589).

³⁸⁰ Ähnliche Untersuchungen zu diesem Effekt finden sich bei *Fehr/Rockenbach*, Nature 422 (2003), 137; *Falk/Kosfeld*, Am. Econ. Rev. 96 (2006), 1611; s. a. *Engel*, JZ 2005, 581, 585. In einer anderen, verwandten Studie zeigen *Simon Gächter* und *Arno Riedl*, dass die Zuteilung von Verfügungsrechten Fairness-Präferenzen beeinflussen kann, selbst wenn die Verfügungsrechte gar nicht mehr existieren, *Gächter/Riedl*, Mgmt. Sci. 51 (2005), 249. In dem zugrunde liegenden Experiment sollten zwei Teilnehmer untereinander über die Verteilung eines gemeinsamen Unternehmensbudgets verhandeln. Ursprünglich war das Budget asymmetrisch aufgeteilt worden. Aufgrund eines externen Ereignisses hatte sich das Unternehmensbudget aber verkleinert. Die Teilnehmer wurden nun gebeten, über die Aufteilung des gekürzten Budgets frei zu verhandeln; die ursprüngliche asymmetrische Verteilung war aufgehoben worden. Dennoch teilten die meisten Teilnehmer das Unternehmensbudget nicht hälftig untereinander auf, sondern orientierten sich an der ursprünglichen, nicht mehr gültigen Aufteilung. *Gächter/Riedl*, Mgmt. Sci. 51 (2005), 249, schließen daraus, dass die Teilnehmer neben dem rechtlichen Verfügungsrecht auch ein subjektiv empfundenes Verfügungsrecht – als „entitlement“ oder „moral property right“ bezeichnet – wahrnehmen, das ihre Fairness-Präferenzen beeinflusst.

rufsrecht wird vom Verbraucher als die Zuweisung eines „Rechts“ (im Sinne eines „entitlements“) empfunden, das er ohne Einschränkung ausnutzen darf.³⁸¹ Dies schwächt die Fairness-Präferenzen der Verbraucher und führt zu einer verstärkten Ausübung des Widerrufsrechts.³⁸²

Um diesen Erklärungsansatz zu verifizieren, führten *Georg Borges* und *Bernd Irlenbusch* ein entsprechendes Experiment durch. Indem sie im Experimentallabor eine Kaufsituation nachstellten, wollten sie nachweisen, dass Verbraucher von einem gesetzlich angeordneten Widerrufsrecht häufiger Gebrauch machen als von einem freiwillig eingeräumten Widerrufsrecht.³⁸³

In dem Experiment wurden die Teilnehmer in Verkäufer und Käufer aufgeteilt. In einer Variante konnte der Verkäufer am Anfang entscheiden, ob er den Käufern ein Widerrufsrecht gewähren wollte oder nicht. Es bestand allenfalls ein freiwilliges Widerrufsrecht. In einer anderen Variante bestand für den Käufer immer ein Widerrufsrecht. Die Situation war mit einem gesetzlich angeordneten Widerrufsrecht vergleichbar. In beiden Varianten erwarb der Käufer ein Gut vom Verkäufer und konnte danach entscheiden, ob er von seinem eventuellen Widerrufsrecht Gebrauch macht oder nicht. Abhängig vom Verhalten von Verkäufer und Käufer erhielten beide am Ende des Experiments unterschiedliche Geldauszahlungen.

Das Experiment, das hier nur in Grundzügen nachgezeichnet werden kann, führte zu drei interessanten Ergebnissen. Erstens berücksichtigten die Käufer im Experiment bei der Frage, ob sie von ihrem Widerrufsrecht Gebrauch machen sollen oder nicht, nicht nur, welche Auswirkungen dies auf ihre eigenen Auszahlungen am Ende des Experiments haben wird. Sie berücksichtigten in gewissem Umfang auch die daraus resultierenden Auszahlungen an den Verkäufer, selbst wenn diese ihre eigenen Auszahlungen verringerte.³⁸⁴ Dies könnte die Hypothese belegen, dass Verbraucher über soziale Präferenzen verfügen.

Zweitens zeigte sich, dass nicht alle Käufer soziale Präferenzen hatten. Eine gewisse Anzahl von Käufern – zwischen 12 und 16 % – maximierten immer ihren eigenen Nutzen und berücksichtigten nicht die Auswirkungen ihres Han-

³⁸¹ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 94.

³⁸² Ähnliche Effekte können möglicherweise auch im Umweltrecht beim Handel mit Emissionszertifikaten beobachtet werden. Ohne den Handel von Emissionszertifikaten wird die Umwelt oftmals als ein besonderes, schützenswertes Gut wahrgenommen. Durch die Einführung des Zertifikatenhandels wird die Umwelt mit einem Preis versehen, also „kommerzialisiert“. Umwelt wird zu einem normal handelbaren Gut wie jedes andere Gut auch. Dadurch können sich soziale Normen ändern. Dies könnte zu einer Schwächung umweltschützender sozialer Normen und im Ergebnis zu einer Schwächung des Umweltschutzes führen. Dazu *Becker*, EuR 2004, 857; *Weinreich/Marr*, NJW 2005, 1078; *Sunstein*, 144 U. Penn. L. Rev. 2021, 2045 f. (1996).

³⁸³ Die folgende Darstellung stellt nur Teilaspekte des Experiments und auch diese nur stark vereinfacht dar. Die exakte Darstellung des vollständigen experimentellen Designs findet sich in *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 88 ff.

³⁸⁴ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 96 ff.

delns auf den Verkäufer.³⁸⁵ Diese Heterogenität unter den Verbrauchern entspricht dem Befund anderer Experimenten zu Fairness-Präferenzen.³⁸⁶

Drittens – und im vorliegenden Zusammenhang von besonderem Interesse – ergab eine Regressionsanalyse,³⁸⁷ dass Käufer ein gesetzlich angeordnetes Widerrufsrecht tatsächlich mit einer 9,6 % höheren Wahrscheinlichkeit ausüben als ein freiwillig angebotenes Widerrufsrecht.³⁸⁸ Dies könnte die Hypothese belegen, dass zwingendes Vertragsrecht als expressives Recht Präferenzen von Verbrauchern verändern kann.

b) Bewertung

Die vorliegende Untersuchung hat sich der Hypothese gewidmet, dass Vertragsparteien eine Rechtsposition unterschiedlich wahrnehmen und ausüben, wenn sie ihnen entweder gesetzlich zugewiesen oder freiwillig von einem Vertragspartner gewährt wurde.³⁸⁹ Dabei wurden empirische und experimentelle Analysen angeführt, welche die Hypothese zu bestätigen scheinen. Außerdem wurde mit der Einführung sozialer und endogener Präferenzen theoretische Konzepte aufgezeigt, mit denen die Hypothese in einem rechtsökonomischen Modellrahmen abgebildet und erklärt werden kann.

All dies könnte zu dem Schluss führen, dass die gesetzliche Verankerung eines Widerrufsrechts für Fernabsatzverträge nicht das richtige Regulierungsinstrument zur Überwindung von Informationsasymmetrien zwischen Unternehmer und Verbraucher ist. Denn das gesetzliche Widerrufsrecht erhöht die Häufigkeit, mit der das Widerrufsrecht von Verbrauchern opportunistisch ausgenutzt wird, und verringert deren Fairness-Präferenzen.

Bevor man aber aus den dargestellten Untersuchungen normative Rückschlüsse für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts ziehen kann, ist auf deren

³⁸⁵ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 95.

³⁸⁶ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 348 ff.

³⁸⁷ Die Regressionsanalyse ist ein statistisches Analyseverfahren, mit dem untersucht wird, wie sich eine (so genannte abhängige) Variable verändert, wenn sich eine andere (so genannte unabhängige) Variable verändert; s. *Jackson u. a.*, S. 541 ff.; Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „Regressionsanalyse“. *Georg Borges* und *Bernd Irlenbusch* verwendeten eine Regressionsanalyse, um die Heterogenität der Teilnehmer zu kontrollieren.

³⁸⁸ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 97. Der einseitige p-Wert ist dabei 0,018. Dies bedeutet, dass die im Text genannte Aussage der Regression mit einer Wahrscheinlichkeit von 98,2 % (1–0,018) zutrifft. Ein solcher Signifikanzwert ist vergleichsweise hoch. Üblicherweise wird von statistischer Signifikanz ab p-Werten kleiner als 0,05 gesprochen (zur Entstehung dieser Konvention s. *Leahy*, *Social Forces* 84 (2005), 1). Zur dennoch eingeschränkten Aussagekraft der Untersuchung s. unten Teil 3, Fn. 392. Zur allgemeinen Bedeutung von p-Wert und Signifikanzniveaus in der Statistik s. *Bortz*, S. 111 ff. Zu den Grundlagen von Statistik und Regressionsanalyse in einer für Juristen verständlichen Sprache s. *Jackson u. a.*, S. 473 ff.; umfassend *Hays*; *Bortz*.

³⁸⁹ Dazu oben Teil 3, C.II.2.a), S. 100.

methodische Beschränkungen und Probleme hinzuweisen.³⁹⁰ Hinsichtlich der experimentellen Befunde von *Borges* und *Irlenbusch* zum Widerrufsrecht³⁹¹ ist anzumerken, dass die Stärke der in den Experimenten gefundenen Effekte teilweise recht schwach ist.³⁹² Auch ist zu fragen, inwiefern vom Verhalten von Testpersonen im Experimentallabor auf das Verhalten von Menschen in der Wirklichkeit geschlossen werden kann. Soll ein Experiment Hinweise über die Wirklichkeit außerhalb des Experimentallabors geben, müssen die wesentlichen Eigenschaften der Institutionen,³⁹³ welche das Verhalten von Menschen in der Wirklichkeit beeinflussen, im Experiment abgebildet werden. Fehlt diese so genannte „externe Validität“, kann von einem Laborexperiment nicht auf Vorgänge in der Wirklichkeit geschlossen werden.³⁹⁴

Auf dieses grundlegende und weit gefächerte Methodenproblem der experimentellen rechtsökonomischen Forschung und der experimentellen Forschung im Allgemeinen soll hier nur hingewiesen werden.³⁹⁵ Allerdings wirkt die spe-

³⁹⁰ Darüber hinaus müssten im Sinne eines umfassenden Institutionenvergleichs die Vor- und Nachteile alternativer Regulierungsinstrumente untersucht werden.

³⁹¹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 383 ff.

³⁹² *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 98. Wie oben dargestellt, ergab eine Regressionsanalyse, dass Käufer ein gesetzlich angeordnetes Widerrufsrecht mit einer 9,6 % höheren Wahrscheinlichkeit ausüben als ein freiwillig angebotenes Widerrufsrecht, s. oben Teil 3, bei Fn. 388. Dieser Wert ergibt sich nur, wenn man die egoistisch handelnden Teilnehmer heraus rechnet, *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 97. Zu dieser Heterogenität s. schon oben Teil 3, bei Fn. 348 ff. Wie ebenfalls oben dargestellt, betrug der einseitige p-Wert der Regression 0,018. In einer direkten Überprüfung der Signifikanz mit Hilfe des sogenannten „Mann-Whitney-U-Tests“ erhielten *Borges* und *Irlenbusch* nur eine schwache Signifikanz von $p=0,067$; dazu kritisch *Rockenbach*, J. Inst. & Theor. Econ. 163 (2007), 106, 107.

³⁹³ Zum Institutionenbegriff s. oben Teil 3, Fn. 364.

³⁹⁴ *Hoffman/Spitzer*, 85 Colum. L. Rev. 991, 993 (1985); *Croson*, 2002 U. Ill. L. Rev. 921, 935 f.; *Camerer/Talley* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 1619, 1625 ff.; *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 661 f. (1998); *Levitt/List*, J. Econ. Persp. 21 (2) (2007), 153.

³⁹⁵ Übliche Gegenargumente gegen die externe Validität von Laborexperimenten sind unter anderem, dass Teilnehmer in Laborexperimenten nur beschränkte finanzielle Anreize erhalten und dass keine repräsentative Teilnehmerauswahl erfolgt, weil regelmäßig Studenten in Laborexperimenten teilnehmen. Allerdings zeigen Untersuchungen, dass sich Studenten und erfahrene Berufsträger in der Mehrzahl abstrakter Laborexperimente vergleichbar verhalten, s. im Überblick *Ball/Cech*, Res. Exp. Econ. 6 (1996), 239. 250 ff. Zu den Versuchen, solche Einwände durch Feldexperimente außerhalb des Experimentallabors zu entkräften, s. *Harrison/List*, J. Econ. Lit. 42 (2004), 1009; *Camerer/Talley* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 1619, 1643 f. Allgemein zur Entkräftung solcher Einwände und zu den methodischen Grundlagen der experimentellen Rechtsökonomie s. *Hoffman/Spitzer*, 85 Colum. L. Rev. 991 (1985); *Croson*, 2002 U. Ill. L. Rev. 921; *Camerer/Talley* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 1619; *Arlen/Talley* in: *Arlen/Talley* (Hrsg.), S. xv; *Wagner-von Papp*, S. 116 ff., 129 ff.; *Posner*, 50 Stan. L. Rev. 1551 (1998), 1570; *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 661 ff. (1998); *Fehr/List*, J. Eur. Econ. Assoc. 2 (2004), 743; *Levitt/List*, J. Econ. Persp. 21 (2) (2007), 153. Zur allgemeinen Beschränkung der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, C, S. 8; s. jedoch unten Teil 4, A.II, S. 321.

zifische Ausgestaltung des Experiments durch *Borges* und *Irlenbusch* die Frage auf, in welchem Umfang dieses spezielle Experiment externe Validität besitzt.

Geht man dieser Frage nach, eröffnen sich Argumente in zwei Richtungen. Auf der einen Seite könnte es sein, dass die von *Borges* und *Irlenbusch* identifizierten Effekte in der Realität noch stärker auftreten als im Laborexperiment. Dafür spricht erstens, dass die Teilnehmer im Experiment anonym aufeinander trafen. Bei einem realen Fernabsatzvertrag haben Verkäufer und Käufer eine Vielzahl von Informationen über die jeweils andere Vertragspartei. Dieser Unterschied könnte dazu führen, dass Vertragsparteien in der Realität stärkere Fairness-Präferenzen besitzen als im Laborexperiment.³⁹⁶ Zweitens ist zu bedenken, dass die Teilnehmer des Experiments aus ihrem normalen Leben an ein gesetzliches Widerrufsrecht gewöhnt waren. Dies kann dazu führen, dass die Teilnehmer im Experiment nicht hinreichend stark zwischen einem freiwillig gewährten und einem gesetzlich angeordneten Widerrufsrecht differenzieren.³⁹⁷ Beide Gesichtspunkte sprechen dafür, dass die Fairness-Präferenzen von Verbrauchern in der Wirklichkeit stärker ausgeprägt sind und die Einführung gesetzlicher Widerrufsrechte diese stärker beeinträchtigt, als sich dies im Experiment zeigte.

Sicher kann dieser Schluss aber nicht gezogen werden. Es kann auf der anderen Seite sein, dass das Experiment von *Borges* und *Irlenbusch* bestimmte Aspekte der Wirklichkeit nicht abbildet und dadurch den Umfang von Fairness-Präferenzen und deren Beeinflussung durch zwingende Widerrufsrechte überschätzt.³⁹⁸

All dies zeigt, dass sich die experimentelle Forschung zum Verhältnis zwischen Fairness-Präferenzen und rechtlichen Institutionen noch am Anfang befindet. Das vorgestellte Experiment von *Borges* und *Irlenbusch* kann nur als der

³⁹⁶ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 99; *Rockenbach*, J. Inst. & Theor. Econ. 163 (2007), 106, 107.

³⁹⁷ *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 99.

³⁹⁸ Das Experiment von *Borges* und *Irlenbusch* bildet beispielsweise nicht ab, dass in der Realität zwischen verschiedenen Verkäufern Wettbewerb herrscht. In einem solchen Umfeld kann ein freiwilliges Widerrufsrecht einerseits zu Signalzwecken eingesetzt werden. Ähnlich wie das Anbieten einer Garantie (dazu oben Teil 2, Fn. 255) kann ein Verkäufer durch die freiwillige Gewährung eines Widerrufsrechts die Qualität seines Produkts signalisieren und damit das *Akerlofsche* Problem des „market for lemons“ lösen. Das freiwillige Widerrufsrecht kann auch zu Zwecken der Preisdiskriminierung eingesetzt werden, wenn der Verkäufer einer Käufergruppe ein Widerrufsrecht anbietet und einer anderen Gruppe nicht. S. zu diesen Fragen *Güth/von Wangenheim*, J. Instit. & Theor. Econ. 163 (2007), 102, 103 f.; *Rockenbach*, J. Inst. & Theor. Econ. 163 (2007), 106, 107. Weiterhin ist zu beachten, dass die Käufer im Experiment von *Borges* und *Irlenbusch* vollständige Informationen über die Auszahlungen der Verkäufer haben. In der Realität haben Verbraucher allenfalls vage Vorstellungen über die Auswirkungen des Widerrufsrechts auf den Gewinn des Unternehmens. Dies mag auch die Fairness-Präferenzen der Verbraucher beeinflussen; s. *Güth/von Wangenheim*, J. Instit. & Theor. Econ. 163 (2007), 102, 104.

Beginn einer Reihe von Experimenten verstanden werden, die das Verhältnis zwischen zwingendem Vertragsrecht und Fairness-Präferenzen eingehender untersuchen.³⁹⁹ Dies ist nicht als grundsätzliche Kritik gegen die experimentelle Wirtschaftsforschung als Bestandteil der Rechtsökonomie zu verstehen. Eine rechtsökonomisch fundierte Rechtsetzungslehre des Privatrechts benötigt eine robuste, belastbare empirische und experimentelle Fundierung.⁴⁰⁰

III. Zusammenfassung

Die Untersuchung hat gezeigt, dass es für das Verhalten einer Vertragspartei einen Unterschied machen kann, ob ihr eine Rechtsposition von ihrem Vertragspartner auf freiwilliger Basis oder aufgrund einer gesetzlichen Regelung des zwingenden Vertragsrechts verliehen wird. Insbesondere kann die Schaffung von zwingendem Vertragsrecht Präferenzen von Menschen in dem Sinne verändern, dass sie danach egoistischer handeln und weniger auf Fairness gegenüber ihrem Vertragspartner bedacht sind. Bei Fernabsatzverträgen kann sich dies darin äußern, dass Verbraucher ein Widerrufsrecht häufiger ausüben, als dies vom Gesetzgeber intendiert war. Dies ist ein Beispiel dafür, dass zwingendes Vertragsrecht zu Nebenfolgen führen kann, welche die Erreichung des gesetzgeberischen Regulierungsziels beeinträchtigen und vom Gesetzgeber oftmals nicht hinreichend bedacht werden. Zwingendes Vertragsrecht stößt als Regulierungsinstrument an Grenzen, wenn diese Nebenfolgen aus normativer Sicht zu schwerwiegend sind.

Die moderne ökonomische Analyse des Rechts bietet eine Vielzahl methodischer Instrumente, um sich dieser Frage zu widmen. In theoretischen Modellen werden zunehmend soziale und endogene Präferenzen berücksichtigt. Die empirische und experimentelle Forschung lotet beide Arten von Präferenzen und die Wechselwirkung mit rechtlichen Regelungen in ihrer expressiven Funktion systematisch in kontrollierten, replizierbaren Umgebungen aus. Insofern ist die Untersuchung unbeabsichtigter Nebenfolgen zwingenden Vertragsrechts ein Beispiel für eine Idealvorstellung moderner rechtsökonomischer Forschung: Eine Hypothese über die Auswirkungen einer rechtlichen Regelung auf menschliches Verhalten wird in einem theoretischen Modellrahmen formuliert und dann empirisch und experimentell auf systematische und replizierbare Weise überprüft. Daraus sollen sich normative Handlungsanweisungen an den Gesetzgeber für die Ausgestaltung der rechtlichen Regelung ableiten lassen.

³⁹⁹ Ebenso *Borges/Irlenbusch*, J. Inst. & Theoret. Econ. 163 (2007), 84, 100; *Rockenbach*, J. Inst. & Theor. Econ. 163 (2007), 106, 107.

⁴⁰⁰ Die fehlende empirische Absicherung des heutigen Verbraucherschutzes kritisiert unter anderem *Bergh* in: *Ott/Schäfer* (Hrsg.), S. 77, 79. Zur Frage, welche Robustheit sozialwissenschaftliche Erkenntnisse für eine Rezeption im rechtswissenschaftlichen Diskurs haben müssen, s. unten Teil 4, bei Fn. 126 f.

Bevor die rechtsökonomische Forschung im vorliegenden Zusammenhang dieses Ideal erreicht, müssen die theoretischen, empirischen und experimentellen Teildisziplinen noch einen weiten Weg gehen. Dies liegt einerseits an methodischen Problemen. Auf das Problem, eine normative Wohlfahrtstheorie auf endogenen Präferenzen aufzubauen,⁴⁰¹ und auf methodische Probleme der experimentellen Rechtsökonomie⁴⁰² wurde schon hingewiesen. Auch die empirische und experimentelle Erforschung der expressiven Funktion des Rechts befindet sich erst am Anfang.⁴⁰³ Die fehlende eindeutige Aussage mancher Untersuchungen in diesem Bereich kann der Forschungsrichtung (noch) nicht zum Vorwurf gemacht werden. Für eine abschließende Bewertung ist es noch zu früh.

D. Konkurrenz mehrerer Regulierungsinstrumente

I. Einführung

Zwingendes Vertragsrecht kann als Regulierungsinstrument versagen, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel tatsächlich nicht eintritt, weil das Regulierungsinstrument zur Erreichung des Ziels ungeeignet ist (oben Teil 3, B, S. 48). Zwingendes Vertragsrecht kann weiterhin an Grenzen stoßen, wenn es zu Nebenfolgen führt, welche die Erreichung des gesetzgeberischen Regulierungsziels beeinträchtigen oder gar verhindern und vom Gesetzgeber nicht hinreichend bedacht wurden (oben Teil 3, C, S. 92).

Im Folgenden soll der Frage nachgegangen werden, welchen Stellenwert zwingendem Vertragsrecht zukommt, wenn alternative Regulierungsinstrumente zur Verfügung stehen, die die vom Gesetzgeber verfolgten Ziele möglicherweise mit (annähernd) vergleichbarer Wirksamkeit erzielen können. Dies soll am Verhältnis zwischen zwingendem und dispositivem Vertragsrecht untersucht werden.

In der zivilrechtlichen Dogmatik wird die Existenz zwingenden Vertragsrechts unter anderem mit Schutz von Interessen Dritter, dem Schutz des schwächeren Vertragspartners, dem Vertrauens- und Übereilungsschutz, der Beweissicherung, der Vermeidung grober Ungerechtigkeiten, der Ordnung und Sicherheit des Rechtsverkehrs, der öffentlichen Ordnung sowie dem Institutionenschutz begründet. Dagegen kommt dispositivem Vertragsrecht eine Lückenfüllungs-

⁴⁰¹ Dazu oben Teil 3, C.II.2.d), S. 109, und unten Teil 4, A.I.2, S. 316.

⁴⁰² Dazu oben Teil 3, C.II.3.b), S. 114, und unten Teil 4, A.II, S. 321.

⁴⁰³ Ebenso die Einschätzung von *Funk*, Am. L. & Econ. Rev. 9 (2007), 135, 137. Beispiele empirischer Untersuchungen zur expressiven Funktion des Rechts finden sich in *Bohnet/Cooter*; *Funk*, Am. L. & Econ. Rev. 9 (2007), 135; *Feldman/Nadler*, 43 San Diego L. Rev. 577 (2006); differenzierend *Tyran/Feld*, Scand. J. Econ. 108 (2006), 135.

Entlastungs- und Leitbildfunktion zu.⁴⁰⁴ Die Dogmatik des Vertragsrechts ist von dieser Dichotomie zwischen zwingendem und dispositivem Vertragsrecht geprägt.⁴⁰⁵ Die Dichotomie wird oftmals nicht weiter problematisiert. Kurze Hinweise auf die Funktionsunterschiede müssen genügen.⁴⁰⁶ Der Diskurs begnügt sich oftmals mit dem Hinweis, dass dispositive Regelungen den typischen Parteiwillen widerspiegeln sollten.⁴⁰⁷

Auf Grundlage dieser Dichotomie hat sich die rechtswissenschaftliche Debatte in mehreren Rechtsgebieten auf die Frage konzentriert, unter welchen Bedingungen im Vertragsrecht zwingende Rechtsnormen durch dispositive Rechtsnormen ersetzt werden können. Diese Deregulierungsdebatte lässt sich unter anderem⁴⁰⁸ im Gesellschaftsrecht⁴⁰⁹ oder beim Gläubigerschutz im Schnittfeld von Gesellschafts- und Insolvenzrecht⁴¹⁰ beobachten.

Die Deregulierungsdebatte hat nicht immer hinreichend zwischen dem gesetzgeberischen Ziel, das mit einer Vorschrift des Vertragsrechts verfolgt wird, und dem Grund für die unabdingbare Geltung der Vorschrift getrennt.⁴¹¹ Dadurch wurde die Dichotomie zwischen zwingendem und dispositivem Vertragsrecht mitunter zu stark betont.⁴¹² Die ökonomische Analyse des Vertragsrechts konnte zu dieser Debatte lange keinen substantiellen Beitrag leisten. Zwar hatte sie eine ausführliche Theorie entwickelt, welche die Existenz zwingenden Vertragsrechts legitimieren kann.⁴¹³ Eine vergleichbare rechtsökonomische Theorie dispositiven Vertragsrechts fehlte jedoch lange Zeit.⁴¹⁴

⁴⁰⁴ Dazu näher oben Teil 2, B.I, S. 13.

⁴⁰⁵ Dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 1.

⁴⁰⁶ Beispielhaft *Larenz/Wolf*, § 3 Rdnr. 94 ff.; *Brox/Walker*, Rdnr. 35; *Pawlowski*, Rdnr. 66 ff.; *Bork*, Rdnr. 95 ff.; *Hübner*, Rdnr. 88; *Köhler*, § 3 Rdnr. 22 ff.; *Windscheid*, S. 125 ff.; s. aber die Ansätze in *Drexler*, S. 305 ff.

⁴⁰⁷ So beispielsweise *Grigoleit* in: Jestaedt/Lepsius (Hrsg.), S. 51, 59; *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 285: „Denn das dispositive Vertragsrecht stellt bekanntlich in weitem Umfang nichts anderes dar als die gesetzliche Typisierung des mutmaßlichen Willens redlicher und vernünftiger Parteien.“

⁴⁰⁸ Zur Frage, ob Verbraucherschützende Vorschriften als zwingendes oder dispositives Recht ausgestaltet werden sollten, s. *Schirmbacher*, S. 152 ff.; s. a. *Fuchs*, AcP 196 (1996), 313.

⁴⁰⁹ Dazu unten Teil 3, bei Fn. 953 f.

⁴¹⁰ S. nur *Spindler*, JZ 2006, 839, 841; *Müllbert*, EBOR 2006, 357, 375 ff.; *Eidenmüller*, Unternehmensanierung, S. 96 ff., 124 ff.; *Wagner*, ZEuP 2008, 6, 11 ff.; *Nikoleyczik*; *Schwartz*, 107 Yale L.J. 1807 (1998); *Kraakman u. a.*, S. 72, jeweils m.w.N.

⁴¹¹ *Bachmann*, JZ 2008, 11 f.

⁴¹² Dies gilt natürlich nicht ohne Ausnahme. So wurde nie verkannt, dass die Grenzziehung zwischen zwingendem und dispositivem Vertragsrecht mitunter schwierig ist. Wenn dispositives Vertragsrecht im Rahmen von allgemeinen Geschäftsbedingungen über § 307 Abs. 2 BGB eine Leitbildfunktion zukommt, steht es in seinen Wirkungen zwingendem Vertragsrecht gleich, s. *Medicus*, AcP 192 (1992), 35, 47; *Kramer* in: Münchener Kommentar BGB, vor § 145 Rdnr. 21; s. a. oben Teil 2, Fn. 7.

⁴¹³ Dazu oben Teil 2, C.VI, S. 33.

⁴¹⁴ *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 89 (1989); *Bebchuk/Hamdani*, 96 Nw. U.L. Rev. 489 (2002). Die traditionelle Rechtsökonomie beantwortet die Frage, wann ein Gesetzgeber dis-

Erst in den letzten Jahren wird die Dichotomie zwischen zwingendem und dispositivem Vertragsrecht zunehmend hinterfragt. Es geht um die Frage, ob es nicht ein *tertium*, eine regulatorische Mittellösung zwischen zwingendem und dispositivem Vertragsrecht, gibt.⁴¹⁵ Eine solche Mittellösung würde idealerweise ähnliche Wirkungen entfalten wie zwingendes Vertragsrecht, ohne dessen Nachteile aufzuweisen, die aus dem compulsiven Charakter zwingenden Vertragsrechts resultieren. Es geht um die Suche nach alternativen Regulierungsinstrumenten, die ähnlich effektiv, aber weniger einschneidend als zwingendes Vertragsrecht sind.⁴¹⁶ Zu diesem Zweck wird dispositives Vertragsrecht unter dem Blickwinkel von Optionsmodellen untersucht.

Mit Optionsmodellen sind nicht *rechtsgeschäftlich* begründete Wahlmöglichkeiten wie die Wahlschuld oder der Optionsvertrag gemeint.⁴¹⁷ Es geht auch nicht um Vorschriften in europäischen Richtlinien, die *Mitgliedstaaten* ein Wahlrecht einräumen, ob sie eine bestimmte Regelung in ihr nationales Recht umsetzen wollen oder nicht.⁴¹⁸ Es geht vielmehr um eine Regelungstechnik des *Gesetzgebers*, der mit dispositivem Vertragsrecht *Marktteilnehmern* Regelungsmuster zur Verfügung stellt. Bei der Ausgestaltung ihrer vertraglichen Rechtsbeziehungen können die Marktteilnehmer in diese Regelungsmuster hinein oder aus ihnen heraus optieren („opt in“ und „opt out“).⁴¹⁹

Der Sache nach stellt „optionales“ Vertragsrecht oftmals dispositives Vertragsrecht dar. Es handelt sich um vermeintlich altbekanntes Terrain. Bei der Betrachtung dispositiven Vertragsrechts aus einer Optionsperspektive zeigt sich jedoch, dass die unterschiedliche Ausgestaltung dispositiven Vertragsrechts erhebliche Auswirkungen auf die tatsächliche Ausgestaltung vertraglicher Rechtsbeziehungen zwischen Vertragsparteien haben kann. Auch zeigt sich, dass dispositives Vertragsrecht unter bestimmten Bedingungen nicht so häufig abbedungen wird, wie dies oftmals angenommen wird. Die Optionsperspektive lenkt das Augenmerk auf die Frage, ob dispositives Vertragsrecht unter bestimmten Bedingungen ähnliche Wirkungen entfalten kann wie zwingendes Vertragsrecht.

positives Vertragsrecht schaffen sollte, dahingehend, dass er dies nur tun sollte, wenn die Kosten der staatlichen Bereitstellung niedriger sind als die private Vereinbarung von Vertragsregeln; dazu *Schwartz*, J. Inst. & Theoret. Econ. 152 (1996), 287, 291 ff.

⁴¹⁵ Dazu auch *Bachmann*, JZ 2008, 11, 13.

⁴¹⁶ *Ayres*, 73 U. Chi. L. Rev. 3, 4 (2006).

⁴¹⁷ Dazu *Casper*.

⁴¹⁸ Ein solches Beispiel ist die erste Stufe des Optionsmodells der europäischen Übernahmerrichtlinie; dazu unten Teil 3, bei Fn. 559.

⁴¹⁹ Die Begriffe des „opt in“ und „opt out“ sind über die europäischen Diskussionen im Gesellschaftsrecht und im europäischen Privatrecht in den deutschen Sprachgebrauch gesickert. Man mag auch von Zustimmung- und Widerspruchslösung sprechen, s. *Bachmann*, JZ 2008, 11, 14 Fn. 50. Zur verwandten Diskussion im Verwaltungsrecht unter dem Begriff des „optionalen Verwaltungshandelns“ s. *Hoffmann-Riem* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Schuppert (Hrsg.), S. 115, 131 f.

Damit deutet sich für eine Rechtssetzungslehre zwingenden Vertragsrechts eine weitere Grenze an. Die Notwendigkeit zwingenden Vertragsrechts kann entfallen, wenn ähnlich effektive Regulierungsinstrumente zur Verfügung stehen. Ein solches Substitut kann optionales Vertragsrecht darstellen.⁴²⁰ Umfang und Bedeutung dieser Grenze zwingenden Vertragsrechts soll im Folgenden an einem Beispiel im Schnittpunkt von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht untersucht werden.

II. Optionales Vertragsrecht

1. Einführung

Der Gesetzgeber kann optionales Vertragsrecht auf unterschiedliche Weisen implementieren. Verbreitet sind erstens gesetzliche Regelungen, die gelten, wenn sich die Vertragspartner nicht ausdrücklich gegen ihre Anwendung entschieden, also aus ihnen heraus optiert haben („opt out“-Regelungen). Der Gesetzgeber kann zweitens Regelungen schaffen, die für die Vertragspartner nur gelten, wenn sie sich ausdrücklich für ihre Anwendung entscheiden, wenn sie also in sie hinein optieren („opt in“-Regelungen). Drittens kann der Gesetzgeber den Vertragsparteien mehrere alternative Regelungsmodelle anbieten, unter denen die Parteien das Modell auswählen können, das für sie am besten passt. Bei einer solchen „Menü“-Regelung⁴²¹ wird den Vertragspartnern eine vorbestimmte Auswahl von Regelungsmodellen präsentiert, ohne dass ihnen ein bestimmtes Modell vorgeschrieben oder auch nur empfohlen wird.⁴²²

„Opt in“- und „opt out“-Regelungen empfehlen den Vertragspartnern ein bestimmtes Regelungsmodell, beschränken deren Privatautonomie aber nicht weiter. Die Vertragspartner können der Empfehlung des Gesetzgebers durch Vereinbarung abweichender Vertragsbestimmungen entgegen. Menü-Regelungen beschränken die Privatautonomie insofern, als die Vertragspartner ausschließlich aus den vorgegebenen alternativen Regelungsmodellen auswählen können. Bei einer strengen Menü-Regelung ist ein Herausoptieren aus dem Menü insgesamt nicht möglich.

Neben strengen „opt in“- , „opt out“- und Menü-Regelungen sind viertens Mischformen denkbar, die die dargestellten Implementierungsansätze miteinander kombinieren. So sind Menü-Regelungen denkbar, die eine „Standard-

⁴²⁰ Auch wenn optionales Vertragsrecht der Sache nach dispositives Vertragsrecht ist, rechtfertigt die Optionsperspektive eine abgrenzende Begriffsbildung. Dies entspricht auch dem Sprachgebrauch in der Literatur, s. nur *Bachmann*, JZ 2008, 11; *Ayres*. Daher wird im Folgenden von „optionalem“ Vertragsrecht gesprochen, wenn es um die Optionsperspektive geht.

⁴²¹ Zu dem Begriff s. *Ayres*, 73 U. Chi. L. Rev. 3 (2006).

⁴²² *Ayres*, 73 U. Chi. L. Rev. 3 (2006). Damit ähneln Menü-Regelungen den „strengen Optionsmodellen“ im Sinne von *Bachmann*, JZ 2008, 11, 15.

Regelung“ („default“) setzen.⁴²³ Aus dieser Standard-Regelung können die Vertragsparteien heraus und in eine alternativ angebotene Regelung hinein optieren. Anders als eine strenge Menü-Regelung empfiehlt der Gesetzgeber in diesem Fall ein Regelungsmodell.

Insgesamt zeigt sich, dass optionales Vertragsrecht die Gestaltungsfreiheit von Vertragsparteien in unterschiedlichem Ausmaß und in unterschiedlicher Weise beschränken kann.⁴²⁴ Damit deutet sich ein Kontinuum von Regulierungsalternativen an, das von „opt in“-Regelungen über Menü-Regelungen, „opt out“-Regelungen“ und Mischformen bis zu zwingendem Vertragsrecht reicht und die Privatautonomie der Vertragsparteien zunehmend beschränkt. Durch die Optionsperspektive verwischen die starren Grenzen zwischen zwingendem und dispositivem Vertragsrecht.⁴²⁵

Für jedes der erwähnten Regulierungsmodelle optionalen Vertragsrechts lassen sich Beispiele im Privatrecht finden. Dispositives Vertragsrecht ist ein typisches Beispiel für „opt out“-Regelungen. Neben klassischen Beispielen im BGB⁴²⁶ finden sich in vielen anderen Bereichen des Privatrechts „opt out“-Regelungen. Im Arbeitsrecht können die tarifdispositiven Normen, die ein Abweichen von zwingenden Normen nur durch Tarifvertrag erlauben,⁴²⁷ als modifizierte „opt out“-Regelungen aufgefasst werden.⁴²⁸ Auch die rechtspolitische Debatte um die Einführung gesetzlicher Öffnungsklauseln in das Tarifvertragsrecht⁴²⁹ kann unter diesem Blickwinkel betrachtet werden.⁴³⁰ Im Recht des unlauteren Wettbewerbs ist an die Debatte um „opt in“- und „opt out“-Lösungen bei unerwünschter E-Mail-Werbung und sonstigen Marketingaktivitäten zu erinnern (s. § 7 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 UWG).⁴³¹ Im Gesellschaftsrecht kann die Erklärung über die Nichtbefolgung des Corporate Governance Kodex nach § 161 AktG als „opt out“-Modell verstanden werden.⁴³² Das Schweizer Kapital-

⁴²³ Grundlegend zum Begriff des „default“ s. *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87 (1989). Allgemein zur Bedeutung von Mischformen unterschiedlicher Regulierungsinstrumente s. unten Teil 4, B.I, S. 331.

⁴²⁴ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 13 f., spricht dementsprechend von „weichen“ und „strengen“ Optionsmodellen, ohne dass eine klare Abgrenzung immer möglich wäre. S. a. *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383, 434 (2007).

⁴²⁵ *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383, 401 (2007).

⁴²⁶ Zu Beispielen dispositiven Vertragsrechts s. oben Teil 2, Fn. 3 f.

⁴²⁷ Zur zunehmenden Bedeutung tarifdispositiven Gesetzesrechts s. *Wiedemann* in: *Wiedemann* (Hrsg.), Einl. Rdnr. 380 f.

⁴²⁸ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 16.

⁴²⁹ *Möschel*, BB 2002, 1314.

⁴³⁰ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 18, dort auch zu weiteren Beispielen im Arbeitsrecht.

⁴³¹ BGH NJW 2008, 3055 – *Payback*; *van Raay/Meyer-van Raay*, VuR 2009, 103; *Brömmelmeyer*, GRUR 2006, 285; s. a. *Hertig*, ECLR 2006, 341, 346; zur parallelen Problematik bei Telefonnetzbetreibern im Rahmen des § 105 Abs. 3 TKG s. BGH MMR 2007, 641; s. weiterhin unten Teil 3, Fn. 1099.

⁴³² *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 695; *Tödtmann/Schauer*, ZIP 2009, 995, 996. Dagegen ordnen *Bachmann*, S. 378, und *Bachmann*, JZ 2008, 11, 16, dies als „opt in“-Modell ein. Zur

marktrecht kennt eine „opt out“-Möglichkeit aus der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots.⁴³³ Das „Google Book Search“-Projekt hat eine lebhaft debattierte Debatte um die Vor- und Nachteile von „opt out“- und „opt in“-Lösungen im Urheberrecht ausgelöst.⁴³⁴

„Opt in“-Regelungen sind weniger verbreitet als „opt out“-Regelungen. Dennoch lassen sich Beispiele finden. § 105 Abs. 2 HGB ermöglicht vermögensverwaltenden Personengesellschaften mit der Eintragung in das Handelsregister die Unterwerfung unter handelsrechtliche Vorschriften.⁴³⁵ § 2 Abs. 1a GmbHG in der Fassung des Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts sieht Erleichterungen und Kostenersparnisse bei der Gesellschaftsgründung vor, wenn sich die Gesellschafter für die Verwendung eines gesetzlichen Musterprotokolls entscheiden.⁴³⁶ Im Kapitalmarktrecht stehen bestimmten Anlegergruppen Optionsmöglichkeiten hinsichtlich des gesetzlich gewährten Schutzniveaus zu.⁴³⁷ Anbieter und Emittenten von Wertpapieren, die nach dem Wertpapierprospektgesetz keiner Prospektspflicht unterliegen, sind in gewissen Fällen berechtigt, ein Wertpapierprospekt zu erstellen und damit in die Regelungen des WpPG hinein zu optieren, s. § 1 Abs. 3 WpPG.⁴³⁸

Menü-Regelungen sind im deutschen und europäischen Privatrecht weit verbreitet.⁴³⁹ Die Auswahl, die ein Käufer gemäß § 437 BGB zwischen verschiedenen Gewährleistungsrechten hat, ist ein Beispiel.⁴⁴⁰ Auch die Wahl unter ver-

Verschärfung des § 161 AktG sowie zur Verbindung zur Erklärung zur Unternehmensführung gemäß § 289a HGB im Rahmen des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz, BGBl. I Nr. 27 vom 28.5.2009, S. 1102, s. *Tödtmann/Schauer*, ZIP 2009, 995, 997.

⁴³³ Zu Art. 22 Abs. 2 und 3 sowie Art. 32 Abs. 1 S. 2 des schweizerischen Gesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) s. *Ruffner*, S. 599 ff.; *Zobl/Kramer*, Rdnr. 330 ff.

⁴³⁴ Umfassend *Bracha*, 85 Texas L. Rev. 1799 (2007). Zur deutschen Debatte s. *Kubis*, ZUM 2006, 370; *Ott*, GRUR Int. 2007, 562.

⁴³⁵ *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 695.

⁴³⁶ MoMiG, BGBl. I Nr. 48 vom 28.10.2008, S. 2026. Allgemein zum Gesetz s. *Kindler*, NJW 2008, 3249.

⁴³⁷ Zu entsprechenden Vorschriften in der Finanzmarkt- und der Prospekttrichtlinie beziehungsweise dem WpHG und dem WpPG s. unten Teil 3, E.II.2.b)bb), S. 287.

⁴³⁸ Dazu, mit Darlegung der Streitigkeiten, s. *Schnorbus*, AG 2008, 389, 400 ff.; *Wiegel*, S. 160 ff. Dies kann vorteilhaft sein, um beispielsweise von der gemeinschaftsweiten Geltung von Prospekten zu profitieren, die durch die BaFin gebilligt wurden. Zu diesem so genannten „Europäischen Pass“ s. Art. 17 der Prospekttrichtlinie und § 18 WpPG s. *Seitz*, AG 2005, 678, 684, 689; *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1069 ff.; *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 502, 503; *Meyer* in: *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.), § 30 Rdnr. 64 ff.; *von Rosen* in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 2 Rdnr. 152; *Wiegel*, S. 426 ff.; *Sandberger*, EWS 2004, 297, 301.

⁴³⁹ Zu Reformvorschlägen in den USA, im Insolvenzrecht stärker auf Menü-Regelungen zu setzen, s. *Rasmussen*, 52 Tex. L. Rev. 51 (1992).

⁴⁴⁰ Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass im Kaufrecht Rücktritt, Minderung und Schadensersatz oftmals erst nach einer Nachfristsetzung verlangt werden können, §§ 437 Nr. 2, 323 Abs. 1, 441 Abs. 1 BGB bzw. §§ 437 Nr. 3, 280 Abs. 1, 3, 281 Abs. 1 S. 1 BGB. Zum Verhältnis zwischen Rücktritt und Schadensersatz aus ökonomischer Perspektive *Stremitzer*; *Avraham/Liu*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 523; s. a. *Kleine/Scholl*, NJW 2006, 3462. Zum

schiedenen beschränkten dinglichen Rechten im Sachenrecht kann als Menü-Regelung aufgefasst werden, wobei die Wahlmöglichkeiten durch den „*numerus clausus*“-Grundsatz beschrieben und gleichzeitig begrenzt werden.⁴⁴¹ Ähnliches gilt für die Rechtsformwahl im Gesellschaftsrecht,⁴⁴² die Rechtswahl im internationalen Privatrecht⁴⁴³ und im europäischen Gesellschaftsrecht⁴⁴⁴ sowie die Diskussionen um ein optionales europäisches Privatrecht.⁴⁴⁵ Im europäischen Gesellschaftsrecht ermöglichen Art. 38 lit. b SE-VO⁴⁴⁶ der Europäischen Aktiengesellschaft – dem französischen Vorbild folgend⁴⁴⁷ – sowie Art. 36 lit. b SCE-Verordnung⁴⁴⁸ der Europäischen Genossenschaft die Wahl zwischen einer monistischen und einer dualistischen Verwaltungsstruktur.⁴⁴⁹

Verhältnis zwischen Erfüllung und Schadensersatz im deutschen Schuldrecht aus rechtsökonomischer Perspektive s. *Maultzsch*, AcP 207 (2007), 530, 546 ff. Zum Verhältnis im U.S.-amerikanischen Recht zwischen „*money damages*“ und „*specific performance*“ aus der Perspektive der Optionstheorie *Mahoney*, 24 J. Legal Stud. 139 (1995); *Bar-Gill*, Rev. L. & Econ. 1 (2005), 203, 225 ff.

⁴⁴¹ Daher spricht *Bachmann*, JZ 2008, 11, 15, in diesem Zusammenhang von einem „strengen“ Optionsmodell. Zur rechtsökonomischen Analyse des *numerus clausus*-Prinzips s. *Hansmann/Kraakman*, 31 J. Legal Stud. 373 (2002); *Fleischer* in: Eger u.a. (Hrsg.), S. 125.

⁴⁴² *Schmidt*, S. 95 ff.; *Bachmann*, JZ 2008, 11, 18 f.; *Kraakman u.a.*, S. 31; *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8, 15 ff.; *Hertig*, ECLR 2006, 341, 342, 346, 352. Exemplarisch anhand der „kleinen“ Aktiengesellschaft *Bachmann*, JZ 2008, 11, 17. Zur Möglichkeit einer gründungskapitalfreien Unternehmergesellschaft gemäß §5a GmbHG s. *Kindler*, NJW 2008, 3249 f.

⁴⁴³ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 15, 19.

⁴⁴⁴ Grundlegend EuGH, Urteil vom 9.3.1999, Rs. 212/97, Slg. 1999, S. I-1459 – *Centros v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, zuletzt EuGH, Urteil vom 16.12.2008, Rs. C-210/06 – *Cartesio Oktató és Szolgáltató*; s. zum Ganzen *Habersack*, § 3 Rdnr. 11 ff.; *Sethe/Winzer*, WM 2009, 536.

⁴⁴⁵ *Leible*, BB 2008, 1469; *Leible*, NJW 2008, 2558, 2561 f.; *Basedow*, ZEuP 2004, 1; *Hirsch*, ZIP 2007, 937; *Kerber/Grundmann*, Eur. J. L. & Econ. 21 (2006), 215; *Staudenmayer*, ZEuP 2003, 828; *Eidenmüller u.a.*, JZ 2008, 529, 530, 537, 549 f.; *Leible/Müller*, K&R 2009, 7.

⁴⁴⁶ SE-Verordnung, ABl. EG Nr. L 294 vom 10.11.2001, S. 1.

⁴⁴⁷ Dazu *Hopt/Leyens*, ECFR 2004, 135, 156 ff.; *Lutter* in: Scheffler (Hrsg.), S. 5, 12; *Windbichler*, ZGR 1985, 50, 68; *Kort* in: *Hopt/Wiedemann* (Hrsg.), vor § 76 Rdnr. 2; *Fleischer*, AcP 204 (2004), 502, 528 f. Heute bieten das französische und italienische Gesellschaftsrecht die Auswahl zwischen drei unterschiedlichen Verwaltungsstrukturen an, s. *Hopt/Leyens*, ECFR 2004, 135, 156 ff.; *Ghezzi/Malberty*, ECFR 2008, 1.

⁴⁴⁸ SCE-Verordnung, ABl. EG Nr. L 207 vom 18.8.2003, S. 1.

⁴⁴⁹ *Fleischer*, AcP 204 (2004), 502, 521: „Die größte Innovationsleistung der SE-Verordnung liegt auf dem Gebiet der Organisationsverfassung“; s.a. *Kort* in: *Hopt/Wiedemann* (Hrsg.), vor § 76 Rdnr. 81; *Hertig*, ECLR 2006, 341, 346. Allgemein zur Debatte um eine monistische oder dualistische Verwaltungsstruktur *Leyens*, RabelsZ 67 (2003), 57; *Lutter* in: Scheffler (Hrsg.), S. 5; *Hopt/Leyens*, ECFR 2004, 135; *Hopt* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 104, 111; *Hopt* in: Aderhold u.a. (Hrsg.), S. 1039, 1051 f.; *Leyens*, JZ 2007, 1061, 1065 f.; *Habersack*, § 4 Rdnr. 13. Für ein Wahlrecht plädieren *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 691; *Hopt/Leyens*, ECFR 2004, 135, 164; *Habersack*, AG 2009, 1, 7 f.

Im Bilanzrecht sind Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechte zu nennen.⁴⁵⁰ § 6 Nr. 3 GenG ermöglicht den Mitgliedern einer Genossenschaft zu bestimmen, ob im Insolvenzfall eine Nachschusspflicht unbeschränkt, beschränkt auf eine bestimmte Summe oder überhaupt nicht besteht.

Schließlich lassen sich vielfältige Beispiele für Mischformen der dargestellten Regulierungsmodelle finden. Eine Kombination von Menü-Regelung und Standard-Regelung, aus der heraus optiert werden kann, stellt beispielsweise das eheliche Güterrecht mit der Standard-Regelung des gesetzlichen Güterstands (§§ 1363 ff. BGB) und den Optionsmöglichkeiten Gütergemeinschaft (§ 1415 BGB), Gütertrennung (§ 1414 BGB) sowie ehevertragliche Regelung (§ 1408 BGB) dar. Im Schnittfeld von Arbeits- und Gesellschaftsrecht finden sich Mischformen bei der Errichtung eines Europäischen Betriebsrats⁴⁵¹ sowie dem Verhandlungsmodell zur Mitbestimmung bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen,⁴⁵² bei der Europäischen Aktiengesellschaft⁴⁵³ und bei der Europäischen Genossenschaft.⁴⁵⁴ Im Mietrecht ist an die Kombination von

⁴⁵⁰ So finden sich Aktivierungswahlrechte beim abgeleiteten Geschäfts- oder Firmenwert (§ 255 Abs. 4 S. 1 HGB) und beim Disagio (§ 250 Abs. 3 S. 1 HGB). Ein Passivierungswahlrecht besteht bei Aufwandsrückstellungen (§ 249 Abs. 1 S. 3, Abs. 2 HGB). Darüber hinaus findet sich ein Ansatzwahlrecht bei Pensionszusagen (Art. 28 Abs. 1 EGHGB). Bewertungswahlrechte finden sich unter anderem bei Herstellungskosten (§ 255 Abs. 2 S. 3, 4 HGB), Abschreibungsmethoden (§ 253 Abs. 2 S. 2 HGB), einzelnen Abschreibungen (§ 253 Abs. 2 S. 3, Abs. 3 S. 3, Abs. 4, § 254 HGB) und der Beibehaltung niedriger Wertansätze (§ 253 Abs. 5 HGB). S. zum Ganzen *Luttermann/Großfeld*, Rdnr. 320, 413 ff.

⁴⁵¹ Gemäß § 21 des Europäischen Betriebsräte-Gesetzes, BGBl. I Nr. 53 vom 28.10.1996, S. 1548, greift die gesetzliche Standard-Regelung eines Europäischen Betriebsrats ein, wenn ein Unternehmen die Aufnahme von Verhandlungen zur Errichtung eines solchen Betriebsrats verweigert; s. a. *Bachmann*, JZ 2008, 11, 15 f.; *Schiek*, S. 16 ff.

⁴⁵² Zum Verhältnis zwischen Verhandlungs- und Auffangmodell s. § 23 Abs. 1 des Gesetzes zur Umsetzung der Regelungen über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer Verschmelzung von Kapitalgesellschaften, BGBl. I Nr. 65 vom 28.12.2006, S. 3332, der Art. 16 der Verschmelzungsrichtlinie, ABl. EG Nr. L 310 vom 25.11.2005, S. 1, umsetzt; s. dazu *Nagel*, NZG 2007, 57 f.; *Habersack*, § 7 Rdnr. 67 ff.; *Habersack*, ZHR 171 (2007), 613.

⁴⁵³ Zum Verhältnis zwischen Verhandlungs- und Auffangmodell s. §§ 22, 34, 35 ff. des SE-Beteiligungsgesetzes, BGBl. I Nr. 73 vom 22.12.2004, S. 3675, 3686, die Art. 7 der Richtlinie 2001/86/EG, ABl. EG Nr. L 294 vom 10.11.2001, S. 22, umsetzen; s. dazu im Überblick *Habersack*, § 12 Rdnr. 32 ff.; *Habersack*, ZHR 171 (2007), 613; *Arbeitskreis Unternehmerische Mitbestimmung*, ZIP 2009, 885; *Henssler*, ZHR 173 (2009), 222; *Teichmann*, AG 2008, 797; *Bachmann*, ZGR 2008, 779, 797 ff.; kritisch *Fleischer*, AcP 204 (2004), 502, 533 ff. Zu den tatsächlichen Auswirkungen dieser Regelung s. *Eidenmüller/Engert/Hornuf*, AG 2008, 721, 728.

⁴⁵⁴ Zum Verhältnis zwischen Verhandlungs- und Auffangmodell s. §§ 4 ff. des SCE-Beteiligungsgesetzes (s. Art. 2 des Gesetzes zur Einführung der Europäischen Genossenschaft, BGBl. I Nr. 39 vom 17.8.2006, S. 1911), die Art. 7 der Richtlinie 2003/72/EG, ABl. EG Nr. L 207 vom 18.8.2003, S. 25, umsetzen; dazu *Habersack*, ZHR 171 (2007), 613. Allgemein zu Verhandlungslösungen bei der Mitbestimmung *Riem*, ZHR 171 (2007), 713.

Menü- und Standard-Regelung für Mieterhöhungen bei Wohnraum-Mietverträgen zu erinnern.⁴⁵⁵

Dieser kurze Querschnitt zeigt, dass viele Institute des Privatrechts unter der Perspektive optionalen Vertragsrechts betrachtet werden können. Eine systematisierende Erfassung solcher Institute unter einer Theorie optionalen Vertragsrechts ist nicht das Ziel der weiteren Untersuchung. Dazu wurden schon von anderer Seite Vorarbeiten geleistet.⁴⁵⁶ Entsprechend der allgemeinen Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung⁴⁵⁷ geht es im Folgenden auch nicht darum, für ein bestimmtes Rechtsgebiet die Möglichkeiten und Grenzen optionalen Vertragsrechts insgesamt auszuloten.⁴⁵⁸

Vielmehr widmet sich die weitere Untersuchung der Frage, welche Hilfestellung die rechtsökonomische Analyse einer Rechtsetzungslehre geben kann, die nach den Grenzen zwingenden Vertragsrechts sucht und analysieren will, ob optionales Vertragsrecht unter bestimmten Bedingungen ein funktionales Äquivalent zu zwingendem Vertragsrecht darstellen kann.

⁴⁵⁵ Staffelmiete nach § 557a BGB, Indexmiete nach § 557b BGB, gesetzliche Auffangregel in §§ 558 ff. BGB. Zum Zusammenspiel der Regelungen s. § 557 Abs. 2, 3 BGB. Allgemein zur Bedeutung von Mischformen unterschiedlicher Regulierungsinstrumente s. unten Teil 4, B.I, S. 331.

⁴⁵⁶ *Bachmann*, JZ 2008, 11.

⁴⁵⁷ Dazu oben Teil 1, C, S. 8.

⁴⁵⁸ Im Gesellschaftsrecht hat *Holger Fleischer* eine übergreifende Studie zu Optionsmodellen als „rechtswissenschaftliches Desiderat“ bezeichnet, *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 696; ähnlich *Fleischer*, ZGR 2007, 500, 503; *Merkt*, ZGR 2007, 532, 533. Im europäischen Gesellschaftsrecht haben sich *Hertig/McCahery*, EBOR 2003, 179, 196 ff.; *Hertig/McCahery* in: *Ferrari* u.a. (Hrsg.), S. 21, 40 ff.; *Hertig/McCahery* in: *Ferrari/Wymeersch* (Hrsg.), S. 119; *Hertig*, ECLR 2006, 341, in diese Richtung bewegt. Ähnlich im U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383 (2007). *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 691; *Hopt/Leyens*, ECFR 2004, 135, 164, plädieren für ein Wahlrecht der Gesellschaft zwischen einer monistischen und einer dualistischen Unternehmensverfassung. Zur Frage, ob Regelungen zum Insider-Handel als optionales Vertragsrecht ausgestaltet werden sollten, s. *Ayres*, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1400 (1992); *Kraakman u.a.*, S. 114. Zum U.S.-amerikanischen Vorschlag von *Lucian Bebchuk* und *Allen Ferrel* für ein optionales Übernahmerecht auf Bundesebene s. unten Teil 3, Fn. 466. S. weiterhin allgemein *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 692 ff. Auch das Insolvenzrecht (s. *Schwartz*, 3 S. Cal. Interdisc. L.J. 389 (1993); *Rasmussen*, 52 Tex. L. Rev. 51 (1992); s. a. *Eidenmüller*, EBOR 2005, 423), das europäische Vertragsrecht (dazu oben Teil 3, Fn. 445) sowie das Arbeitsrecht (s. dazu die im Text erwähnten arbeitsrechtlichen Options- und Menüregelungen) bieten sich für eine Untersuchung eines gesamten Rechtsgebiets unter einer Optionsperspektive an. Solche Untersuchungen eines gesamten Rechtsgebiets müssen bei grenzüberschreitenden Sachverhalten auch die Verbindungen zwischen der Wahl von Optionsmodellen durch Marktteilnehmer und dem Systemwettbewerb der Gesetzgeber beachten. Der Verbindung zwischen Optionsmodellen und Systemwettbewerb wird im Folgenden nicht weiter nachgegangen; dazu im gesellschaftsrechtlichen Zusammenhang *Merkt*, ZGR 2007, 532, 533; *Heine/Röpke*, *RabelsZ* 70 (2006), 138; *Iacobucci*, *Am. L. & E. Rev.* 6 (2004), 319; s. a. unten Teil 3, Fn. 654.

Optionales Vertragsrecht verspricht, die Vorteile privatautonomer Gestaltungsmöglichkeiten, die wir vom dispositiven Vertragsrecht kennen, mit den Vorteilen zwingenden Vertragsrechts zu verbinden.⁴⁵⁹ So kann optionales Vertragsrecht den Vertragspartnern in Form einer Menü-Regelung bestimmte klar umrissene Gestaltungsalternativen zur Verfügung stellen, unter denen diese wählen können. Dann müssen Rechtssicherheit und Transparenz – beides Anliegen zwingenden Vertragsrechts – nicht zurückstehen.⁴⁶⁰ Auch ist zu fragen, ob dispositives Recht in der Realität so oft und einfach abbedungen wird, wie dies in der theoretischen Diskussion mitunter angenommen wird. Wenn etwa *Gregor Bachmann* davon spricht, dass „angesichts der natürlichen Trägheit der Rechtsgenossen das Eingreifen des dispositiven Rechts oft die Regel darstellt“,⁴⁶¹ so greift er einen Punkt auf, der mit Hilfe einer rechtsökonomischen und verhaltenswissenschaftlichen Analyse genauer erfasst werden kann.⁴⁶²

Es geht also im Folgenden um die Frage, welche Auswirkungen es hat, wenn der Gesetzgeber optionales Vertragsrecht als „opt in“- , „opt out“- , Menü-Regelung oder als Mischform ausgestaltet und ob diese Ausgestaltung die Regelung in ihren Wirkungen zwingendem Vertragsrecht annähern kann.

Eine solche Detailuntersuchung fehlt in der deutschen Literatur bislang.⁴⁶³ Im vorliegenden Rahmen kann sie nur exemplarisch bewältigt werden. Anhand eines Beispiels soll untersucht werden, welche Auswirkungen die unterschiedliche Ausgestaltung optionalen Vertragsrechts hat und welche Lehren daraus für die Möglichkeiten und Grenzen zwingenden Vertragsrechts gezogen werden können. Dafür wählt die Untersuchung ein Beispiel aus dem Schnittfeld von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, das in den letzten Jahren besondere Aufmerksamkeit erlangt hat: Es geht um gesetzliche Optionsmodelle bei gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Übernahmeregelungen.⁴⁶⁴

Dieses Beispiel wird aus mehreren Gründen gewählt. Allgemein genießt das Übernahmerecht sowohl bei Juristen als auch Ökonomen große Aufmerksamkeit. Übernahmerechtliche Fragestellungen sind sowohl aus juristischer als auch aus ökonomischer Perspektive hinreichend komplex, um die

⁴⁵⁹ *Ayres*, 73 U. Chi. L. Rev. 3, 4 (2006); *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383, 385 f. (2007); *Bachmann*, JZ 2008, 11, 16 f.

⁴⁶⁰ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 17; *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383, 386 (2007).

⁴⁶¹ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 14.

⁴⁶² Zu dieser konkreten Frage s. unten Teil 3, bei Fn. 1156.

⁴⁶³ *Maultzsch*, AcP 207 (2007), 530, 546 ff., liefert eine kurze rechtsökonomische Analyse dispositiver Regelungen im Leistungsstörungenrecht, die hinsichtlich ihrer Detailtiefe mit der vorliegenden Untersuchung nicht vergleichbar ist. *Bachmann*, JZ 2008, 11, deutet die rechtsökonomische Perspektive nur an; s. weiterhin *Unberath*, AcP 209 (2009), 37.

⁴⁶⁴ Das Übernahmerecht ist funktional sowohl dem Gesellschafts- als auch dem Kapitalmarktrecht zuzuordnen, s. *Habersack*, § 1 Rdnr. 5, § 10 Rdnr. 5; *Krause/Pötzsch* in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 51. Für eine Zuordnung zu einem „Börsengesellschaftsrecht“ s. *Fleischer* in: *Fleischer/Kalss*, S. 23 f.; *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 58; skeptisch *Habersack/Schürnbrand* in: Bayer/Habersack (Hrsg.), S. 889, S. 937 f.

Belastungsfähigkeit einer rechtsökonomischen Theorie optionalen Vertragsrechts zu überprüfen. Die Frage, welche Rolle optionales Vertragsrecht in diesem Zusammenhang spielen sollte, wurde durch die allgemeine gesellschaftsrechtliche Diskussion in den USA vorbereitet und durch die Verabschiedung der europäischen Übernahmerichtlinie⁴⁶⁵ zum konkreten rechtspolitischen Problem. Zwar wurde über das Optionsmodell der europäischen Übernahmerichtlinie schon viel geschrieben. Eine rechtsökonomische Analyse unter dem Blickwinkel optionaler Rechtsetzung steht aber noch aus.⁴⁶⁶ Schließlich dient das Gesellschaftsrecht oftmals als Laboratorium neuer Regulierungskonzepte, deren Erfahrungen dann in andere Bereiche des Wirtschaftsrechts und das allgemeine Zivilrecht einfließen können.⁴⁶⁷

Bevor der spezifischen Frage nachgegangen werden kann, welche Auswirkungen die unterschiedliche Ausgestaltung optionalen Vertragsrechts hat, sind einige Grundlagen zu legen. Im Folgenden wird zunächst der rechtliche Rahmen für eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung gegen Unternehmensübernahmen dargestellt (unten Teil 3, D.II.2.a), S. 128). Dann werden die rechtsökonomischen Argumente entwickelt, die für und gegen eine gesetzliche Regelung von Abwehrmaßnahmen streiten (unten Teil 3, D.II.2.b), S. 155). Die Untersuchung führt zu einem ausdifferenzierten Resultat. Auf dieser Grundlage kann untersucht werden, ob optionale Rechtsnormen zwingenden Rechtsnormen vorzuziehen sind und welche Auswirkungen dies hat (unten Teil 3, D.II.2.c), S. 200). Schließlich ist zu fragen, welche Lehren aus diesem Beispiel für die allgemeine Diskussion um die Grenzen zwingenden Vertragsrechts gezogen werden können (unten Teil 3, D.III, S. 263).

2. Eigenmächtige Abwehrmaßnahmen im Übernahmerecht

a) Rechtlicher Rahmen für Abwehrmaßnahmen

aa) Einführung

Die gesellschaftsrechtliche Praxis hat in den letzten Jahrzehnten ein ganzes Arsenal an Abwehrmaßnahmen entwickelt, mit dem sich die Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft gegen feindliche Übernahmeangebote wehren

⁴⁶⁵ Übernahmerichtlinie, ABl. EG Nr. L 142 vom 30.4.2004, S. 12.

⁴⁶⁶ Dies gilt auf beiden Seiten des Atlantiks. Zwar haben *Lucian Bebchuk* und *Allen Ferrel* in den USA ein optionales Übernahmerecht auf Bundesebene vorgeschlagen und sind dabei teilweise auf Vorteile optionaler Rechtsetzung eingegangen; s. *Bebchuk/Ferrell*, 87 Va. L. Rev. 111 (2001). Jedoch beruht der Vorschlag von *Bebchuk* und *Ferrel* auf den Besonderheiten des so genannten Delaware-Effekts und wird hauptsächlich politökonomisch begründet. Er ist nur sehr begrenzt auf die europäische Situation übertragbar. Zu der U.S.-amerikanischen Diskussion s. die Entgegnungen von *Choi/Guzman*, 87 Va. L. Rev. 961 (2001); *Macey*, 57 Bus. Law. 1025 (2002); *Sitkoff*, 69 U. Chi. L. Rev. 1103 (2002), sowie die Erwiderungen von *Bebchuk/Ferrell*, 87 Va. L. Rev. 993 (2001); *Bebchuk/Ferrell*, 57 Bus. Law. 1047 (2002).

⁴⁶⁷ *Hopt* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 104, 128.

kann. Nach einem Überblick über mögliche Abwehrmaßnahmen (unten Teil 3, D.II.2.a)bb), S. 129) stellt die Untersuchung die speziellen Regelungen dar, welche das europäische, deutsche und U.S.-amerikanische Recht hinsichtlich eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft vorsehen (unten Teil 3, D.II.2.a)cc), S. 136, bis Teil 3, D.II.2.a)ee), S. 146).

bb) Überblick über mögliche Abwehrmaßnahmen

Macht eine Gesellschaft (im Folgenden: Bietergesellschaft)⁴⁶⁸ den Anteilseignern einer anderen Gesellschaft (im Folgenden: Zielgesellschaft) das Angebot, deren Anteile zu übernehmen,⁴⁶⁹ versucht die Unternehmensleitung⁴⁷⁰ der Zielgesellschaft oftmals, sich gegen feindliche Übernahmeangebote zu verteidigen. Das Übernahmeangebot mag nicht im Interesse der Gesellschaft oder insbesondere nicht im Interesse der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft sein, deren eigene Arbeitsplätze bei einer Übernahme gefährdet sind. In einer solchen Lage stellt sich die Frage, ob die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft berechtigt sein sollte, sich durch Abwehrmaßnahmen gegen das Übernahmeangebot zu wehren.

Da Übernahmeschlachten in den USA immer noch viel verbreiteter sind als in Deutschland, lohnt sich zur Erfassung möglicher Abwehrmaßnahmen ein Blick in die USA. Dort hat sich im Laufe der Zeit ein ganzes Arsenal an Abwehrmaßnahmen herausgebildet, auf das die Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft zurückgreifen kann, um feindliche Übernahmeveruche abzuwehren.⁴⁷¹ Manche dieser Abwehrmaßnahmen müssen in der Unternehmensverfas-

⁴⁶⁸ Im Folgenden wird immer von einer *Bietergesellschaft* gesprochen. Denkbar ist auch, dass das Übernahmeangebot nicht von einer Gesellschaft, sondern von einer anderen juristischen oder natürlichen Person ausgeht. Die folgende Darstellung beschränkt sich auf den üblichen Normalfall. Es geht um große Publikumsgesellschaften. Diese sind gemeint, wenn im Folgenden von Gesellschaften gesprochen wird.

⁴⁶⁹ Ein solcher „tender offer“, bei dem die Bietergesellschaft ein Übernahmeangebot unmittelbar an die Anteilseigner der Zielgesellschaft abgibt, ist unter anderem von einer Fusion oder einer Veräußerung von Gegenständen, die im Eigentum der Zielgesellschaft stehen, zu unterscheiden. Zu diesen Abgrenzungen s. *Coppik*, S. 92 ff.; *Bittlingmayer* in: Bouckaert/De Geest (Hrsg.), S. 725, 727 f.; *Bainbridge*, 55 Stan. L. Rev. 791 (2003); *Bainbridge*, 31 Del. J. Corp. L. 769, 771 (2006); *Kraakman u.a.*, S. 157 f.; *Assmann/Bozenhardt* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 1, 8 ff.

⁴⁷⁰ Wenn im Folgenden von Unternehmensleitung gesprochen wird, ist dies als Oberbegriff für Vorstand und Aufsichtsrat zu verstehen. Der Begriff wird gewählt, da die Aussagen unabhängig davon gelten, ob ein einzelstaatliches Gesellschaftsrechtssystem eine monistische oder eine dualistische Verwaltungsstruktur erlaubt beziehungsweise vorschreibt. Ähnlich der Ansatz von *Ruffner*, S. 137 Fn. 41. Zu den Gefahren einer solchen Begriffsbildung s. *Bainbridge*, 55 Stan. L. Rev. 791, 809 f. (2003). Soweit es spezifisch um die Rolle von Vorstand oder Aufsichtsrat geht, wird darauf hingewiesen.

⁴⁷¹ Dazu im Überblick *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1379 ff.; *Tirole*, Corporate Finance, S. 45 ff.

sung⁴⁷² verankert werden.⁴⁷³ Andere können flexibler eingesetzt werden. Sie sind in den USA weit verbreitet.⁴⁷⁴ Zu den üblichen Abwehrmaßnahmen zählen in den USA unter anderem:⁴⁷⁵

- Besonders beliebt sind so genannte „poison pills“. Diese Abwehrmaßnahme führt dazu, dass die Bietergesellschaft nach der Übernahme mit schwerwiegenden finanziellen Nachteilen rechnen muss. Dadurch wird die Übernahme von vornherein unattraktiv.⁴⁷⁶ Bei den so genannten „call plans“ werden die Anteilseigner der Zielgesellschaft berechtigt, nach einer Übernahme von der Gesellschaft weitere Anteile zu besonders günstigen Konditionen zu beziehen.⁴⁷⁷ Bei den so genannten „put plans“ wird die Zielgesellschaft verpflichtet, nach einer Übernahme Anteile ihrer Anteilseigner zu vorab festgelegten, für die Anteilseigner sehr günstigen Konditionen zu erwerben.⁴⁷⁸ „Poison pills“ sind also Call- beziehungsweise Put-Optionen⁴⁷⁹ für Anteilseigner, die nur im Falle ei-

⁴⁷² Mit dem Begriff der Unternehmensverfassung wird im Folgenden das Gefüge der Satzungs- und Gesetzesnormen verstanden, die Aufgaben und Zuständigkeiten der an einer Gesellschaft beteiligten Interessengruppen regeln; dazu *Zöllner*, AG 2003, 2, 3. Soweit es auf die Rolle von Satzung, Gesellschaftsvertrag und gesetzlichen Regelungen oder – im U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht – um die „articles of incorporation“ oder die „bylaws“ geht, wird darauf hingewiesen. Während im U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht die „articles of incorporation“ der grundlegende Vertrag einer „corporation“ ist, in dem unter anderem die Firma, der Firmensitz, der Geschäftszweck, das Gesellschaftskapital und die Gesellschaftsgründer genannt sind, sind die „bylaws“ ausführlicher, füllen Lücken der „articles of incorporation“ und regeln den alltäglichen Geschäftsbetrieb der „corporation“; s. dazu *Merkt/Göthel*, Rdnr. 280 ff., 328 ff.

⁴⁷³ Dazu *Tirole*, Corporate Finance, S. 45.

⁴⁷⁴ In den USA hatten im Jahr 1998 von den 1922 größten Unternehmen mehr als die Hälfte Abwehrmaßnahmen ergriffen, davon 56 % so genannte „golden parachutes“, 52 % so genannte „poison pills“ und 26 % so genannte „fair price provisions“; s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1379 m.w.N.

⁴⁷⁵ Aufzählungen und Klassifikationen finden sich unter anderem in *Tirole*, Corporate Finance, S. 45 ff.; *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1379 ff.; *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150, 152; *Mala-testa* in: Newman/Milgate/Eatwell (Hrsg.), S. 633 ff.; *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), § 33 Rdnr. 68 ff. Zur Frage, welche Bedeutung diese Abwehrmaßnahmen im deutschen und europäischen Zusammenhang spielen, s. sogleich im Text.

⁴⁷⁶ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1388. Das Instrument der „poison pill“ wurde 1982 von einem Anwalt einer New Yorker Wirtschaftskanzlei erfunden, s. *Lipton*, 69 U. Chi. L. Rev. 1037 (2002). Die Bedeutung für das U.S.-amerikanische Gesellschaftsrecht ist hoch. *Gilson*, 27 Del. J. Corp. L. 37 (2002), bezeichnet die „poison pill“ als „the most important innovation in corporate law since *Samuel Dodd* invented the trust for *John D. Rockefeller* and Standard Oil in 1879“.

⁴⁷⁷ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1388; *Tirole*, Corporate Finance, S. 46. Zu den Einzelheiten, auch zur Unterscheidung zwischen „flip over call plans“ und „flip in call plans“, s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1390 ff.

⁴⁷⁸ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1388; *Tirole*, Corporate Finance, S. 46. Zu den Einzelheiten s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1397 ff.

⁴⁷⁹ Näher zur Optionstheorie s. unten Teil 3, D.II.2.c)cc(9), S. 240.

ner feindlichen Übernahme wertvoll sind.⁴⁸⁰ Durch sie werden der Unternehmenswert der Zielgesellschaft und damit die Attraktivität als Übernahmekandidat gemindert. „Poison pills“ müssen weder in den „articles of incorporation“ noch in den „bylaws“ einer Gesellschaft geregelt werden, sondern können vom „board of directors“ ohne Zustimmung der Aktionärsversammlung beschlossen und aufgehoben werden.⁴⁸¹ 1999 hatten etwa 1900 U.S.-amerikanische Unternehmen „poison pills“ implementiert.⁴⁸² Sie werden heute in den USA als übliche und weithin akzeptierte⁴⁸³ Abwehrmaßnahme angesehen.⁴⁸⁴

- Verbreitet sind so genannte „supermajority clauses“. Die Unternehmensverfassung sieht – im Vergleich zu den gesetzlichen Vorgaben – erhöhte Anforderungen für Restrukturierungsmaßnahmen wie Verschmelzungen vor. Beispielsweise kann die Unternehmensverfassung erhöhte Mehrheitsanforderungen für entsprechende Beschlüsse festlegen.⁴⁸⁵
- Darauf bauen so genannte „fair price clauses“ auf. Diese in der Unternehmensverfassung verankerten Klauseln zwingen die Bietergesellschaft zu hohen einheitlichen Aufschlägen für alle Anteilseigner, will sie nicht einer „supermajority clause“ ausgesetzt sein.⁴⁸⁶
- Zielgesellschaften können – beispielsweise im Rahmen so genannter „dual class plans“ – Aktien mit Mehrfachstimmrechten schaffen.⁴⁸⁷ So können Mehrheitsverhältnisse und die Annahme oder Ablehnung von Übernahmeangeboten beeinflusst werden.
- Vereinbart die Zielgesellschaft großzügige Abfindungsvereinbarungen mit ihrer Unternehmensleitung, kann dies zu hohen Kosten im Übernahmefall führen und damit abschreckende Wirkung entfalten.⁴⁸⁸

⁴⁸⁰ *Tirole*, Corporate Finance, S. 46.

⁴⁸¹ *Fleischer/Sussman*, § 5.01[B][2], S. 5–09 f.; *Bainbridge*, 29 J. Corp. L. 1, 9 (2003); *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1389 f.; *Account v. Hilton Hotels Corp.*, 780 A.2d 245, 248 (Del. 2001). Näher zu den „articles of incorporation“ und den „bylaws“ s. oben Teil 3, Fn. 472, und unten Teil 3, bei Fn. 615 f.

⁴⁸² *Fleischer/Sussman*, § 5.01[A], S. 5–5.

⁴⁸³ Zur Akzeptanz durch die Rechtsprechung s. *Moran v. Household Internat'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985); *Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986); *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995); *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

⁴⁸⁴ So die Einschätzung von *Fleischer/Sussman*, § 5.01[D], S. 5–16.

⁴⁸⁵ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1381.

⁴⁸⁶ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1382. Dies spielt insbesondere bei so genannten „two-tier front-loaded offers“ eine Rolle, bei denen die Bietergesellschaft die Übernahme in zwei Stufen durchführen will, wobei sie für die ersten 51 % der Anteile einen deutlich höheren Preis zahlen will als für die rechtlichen Anteile; s. dazu *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1257. Dies ist nach deutschem Übernahmerecht unzulässig, § 32 WpÜG.

⁴⁸⁷ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1387; *Tirole*, Corporate Finance, S. 45 f.

⁴⁸⁸ Zu „golden parachutes“ und ähnlichen Vereinbarungen s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1400 ff.; *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 709 f.

- Zielgesellschaften können die Mitglieder ihrer Unternehmensleitung zeitlich gestaffelt wählen. Dadurch steht während einer bestimmten Periode nur eine Minderheit der Mitglieder der Unternehmensleitung zur Wahl. Dies erschwert der Bietergesellschaft nach der Übernahme ein sofortiges Auswechseln der Unternehmensleitung.⁴⁸⁹ Allerdings wird diese Strategie wirkungslos, wenn die amtierenden Mitglieder der Unternehmensleitung durch großzügige Abfindungspakete zum Ausscheiden bewegt werden können.⁴⁹⁰
- Mitunter verkauft die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft vor einem Übernahmeangebot Unternehmensteile, die für die potentielle Bietergesellschaft von besonderem Interesse sind („crown jewels“).⁴⁹¹ Dies verringert die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme. Auch kann die Unternehmensleitung versuchen, durch eine Restrukturierung der Zielgesellschaft die Übernahme für die Bietergesellschaft uninteressant zu machen.⁴⁹²
- Die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft kann im Übernahmefall versuchen, Angebote alternativer Bieter einzuholen, die gegenüber der derzeitigen Unternehmensleitung freundlicher gestimmt sind. Die Unternehmensleitung hofft, dass dieser „weiße Ritter“ („white knight“) nach der Übernahme die amtierende Unternehmensleitung nicht abberuft.⁴⁹³ Schon die bloße Existenz des alternativen Angebots kann dazu führen, dass die ursprüngliche Bietergesellschaft von ihren Übernahmeplänen Abstand nimmt.⁴⁹⁴ Dabei wird oftmals auf so genannte „lock ups“ gesetzt. Dies sind Vereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft und dem „weißen Ritter“, wodurch dieser eine Option auf den Erwerb von Aktienpaketen oder bestimmten Teilen des Gesellschaftsvermögens („crown jewels“) erhält.⁴⁹⁵ „Lock ups“ sind in den USA als Verteidigungsmittel beliebt, weil sie nicht der Zustimmung der Aktionärsversammlung bedürfen, solange kein – zustimmungsbedürftiger – Verkauf wesentlicher Teile des Gesellschaftsvermögens vorliegt.⁴⁹⁶

⁴⁸⁹ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1384. Nach dem Gesellschaftsrecht von Delaware ist eine vorzeitige Abberufung von „board“-Mitgliedern nur in begründeten Fällen zulässig, s. § 141(k)(1) Delaware General Corporation Law.

⁴⁹⁰ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1384.

⁴⁹¹ *Hirte* in: *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 180.

⁴⁹² *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1327, 1412 ff.

⁴⁹³ *Hirte* in: *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 181; *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1327, 1405; *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 46. Zur verwandten Strategie, sich eines „white squire“ zu bedienen, s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1419.

⁴⁹⁴ So kann die Finanzierung ihrer Übernahmepläne problematisch werden; s. *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 46.

⁴⁹⁵ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1405.

⁴⁹⁶ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1985); *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994); *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1406; *Fleischer/Sussman*, § 3.05, S. 3-96 ff.

- Die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft kann versuchen, die bisherigen Anteile der Bietergesellschaft an der Zielgesellschaft mit einem Zuschlag abzukaufen (so genanntes „greenmailing“). Es geht um den Rückkauf eigener Aktien durch die Zielgesellschaft von einem unerwünschten Bieter.⁴⁹⁷
- Die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft kann auch versuchen, das Unternehmen selbst mit Hilfe einer Fremdfinanzierung zu übernehmen („leveraged buyout“).⁴⁹⁸
- Die Zielgesellschaft kann versuchen, ihrerseits Gesellschaften zu erwerben, die auf den Märkten der Bietergesellschaft tätig sind („defensive acquisitions“). Dies kann zur kartellrechtlichen Unzulässigkeit der Übernahmepläne der Bietergesellschaft führen.⁴⁹⁹
- Die Zielgesellschaft kann fremdfinanziert andere Unternehmen übernehmen. Die aus der Fremdfinanzierung resultierende hohe Verschuldung der Zielgesellschaft soll dann abschreckend auf die Bietergesellschaft wirken.⁵⁰⁰
- Mitunter geht die Zielgesellschaft in die Offensive über und unterbreitet ihrerseits ein Übernahmeangebot an die Aktionäre der ursprünglichen Bietergesellschaft („pac-man defense“).⁵⁰¹
- Auch kann die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft versuchen, die Bietergesellschaft in Rechtsstreitigkeiten zu verwickeln und dadurch die Übernahme zu erschweren.⁵⁰²
- Schließlich kann die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft versuchen, ihre Arbeitnehmer für sich zu gewinnen. So können Aktienoptionsprogramme für Arbeitnehmer eingeführt werden. Erfolgt ein Übernahmeveruch, entspricht es der Erfahrung, dass Belegschaftsaktionäre der Übernahme typischerweise kritisch gegenüberstehen.⁵⁰³ Die Einführung eines Aktienoptionsprogramms bindet die Arbeitnehmer an die bisherige Unternehmensleitung und erschwert damit Unternehmensübernahmen. Ähnliches gilt für sonstige arbeitnehmerfreundliche Maßnahmen der Unternehmensleitung.⁵⁰⁴

⁴⁹⁷ *Tirole*, Corporate Finance, S. 46; *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1385, 1415 ff. In den USA sehen die „articles of incorporation“ inzwischen oftmals vor, dass sich das „board of directors“ nur mit Zustimmung der Aktionärsversammlung auf „greenmailing“ einlassen darf, *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1386.

⁴⁹⁸ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1327, 1409 ff.

⁴⁹⁹ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1407.

⁵⁰⁰ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1408.

⁵⁰¹ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1421.

⁵⁰² *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1404. Dies mag in einem Zivilprozess-Rechtssystem mit der „American Rule“, nach der jede Partei unabhängig vom Prozessausgang ihre eigenen Prozesskosten tragen muss (dazu und zu den Ausnahmen s. *Schack*, S. 7 ff.; *Böhm*, Rdnr. 126 ff.), noch effektiver sein als in Deutschland. Muss der Bieter auf jeden Fall seine Anwaltskosten tragen, kann dies seine Bewertung der Übernahme negativ beeinflussen.

⁵⁰³ *Hirte* in: *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 181.

⁵⁰⁴ S. zum Ganzen theoretisch *Pagano/Volpin*, J. Fin. 60 (2005), 841, und empirisch *Dhilon/Ramírez*, J. Banking & Fin. 18 (1994), 9.

Daneben können arbeitnehmerfreundliche Maßnahmen die Kosten einer Übernahme erhöhen und die Attraktivität einer Übernahme senken.⁵⁰⁵

In den USA hat sich damit eine breite Vielfalt von Abwehrmaßnahmen entwickelt, mit denen die Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft versuchen kann, feindliche Übernahmeveruche abzuwehren. Manche dieser Abwehrmaßnahmen können nur vor der Veröffentlichung der Entscheidung einer Bietergesellschaft, ein Übernahmeangebot abzugeben, implementiert werden (so genannte „pre-bid defenses“).⁵⁰⁶ Andere Maßnahmen sind nur nach Abgabe des Übernahmeangebots möglich (so genannte „post-bid defenses“). Wieder andere können zu jedem Zeitpunkt implementiert werden.

In Deutschland sind nicht alle der angeführten Abwehrmaßnahmen relevant. Manche Abwehrmaßnahme ist in Deutschland grundsätzlich unzulässig. So verstoßen „poison pills“ gegen den aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 53a AktG).⁵⁰⁷ Mehrstimmrechte sind aufgrund des Gesetzes über die Kontrolle und Transparenz im Unternehmen (KonTraG) seit dem 1. Juni 2003 erloschen.⁵⁰⁸ Versucht eine Zielgesellschaft, eine „Sicherungs-GmbH“ (mit) zu gründen, die beim Übernahmeangebot einer dritten Bietergesellschaft ein konkurrierendes Angebot abgeben soll, so stellt dies eine verbotene Umgehung der eingeschränkten Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien dar.⁵⁰⁹ Abfindungsvereinbarungen zwischen Zielgesellschaft und Unternehmensleitung sind am Angemessenheitsgrundsatz des § 87 Abs. 1 AktG zu messen.⁵¹⁰

Außerhalb solcher gesetzlicher Regelungen einzelner Abwehrmaßnahmen richtet sich die Zulässigkeit von „post-bid defenses“ in Deutschland im Schwerpunkt nach den übernahmerechtlichen Regelungen der §§ 33 ff. des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, s. § 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 3 WpÜG).⁵¹¹ Unter § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG können beispielsweise der Erwerb von Unternehmens-

⁵⁰⁵ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1400.

⁵⁰⁶ Zu diesem Zeitpunkt s. § 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 3 WpÜG.

⁵⁰⁷ *Hirte* in: *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 178; *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150, 152; *Dimke*, S. 152; s. a. *Ferrarini* in: *Hopt/Wymeersch* (Hrsg.), S. 223, 249.

⁵⁰⁸ S. § 5 EGAktG, § 12 Abs. 2 AktG; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 315; *Hirte* in: *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 176; *Bayer*, ZGR 2002, 588, 590 f.

⁵⁰⁹ *Hirte* in: *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 181.

⁵¹⁰ *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150, 153; s. jedoch BGH NJW 2006, 522 – *Mannesmann/Vodafone*. Zur Begrenzung von Abfindungsvergütungen durch den Deutschen Corporate Governance Kodex s. *Mutter*, AG 2009, 401.

⁵¹¹ *Schlitt* in: *Münchener Kommentar AktG*, § 33 WpÜG Rdnr. 71; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 16; *Kiem* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33a Rdnr. 24 ff.; *Krause/Pöttsch* in: *Assmann/Pöttsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 62 ff.; *Hirte* in: *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 32 ff.; *Fuchs* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 22 Rdnr. 148; *Fleischer* in: *Fleischer/Kalss*, S. 125; *Falkenhausen*, NZG 2007, 97. Näher zu §§ 33 ff. WpÜG s. unten Teil 3, D.II.2.a) dd, S. 141.

beteiligungen,⁵¹² die Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände,⁵¹³ die Ausgabe neuer Aktien,⁵¹⁴ der Rückerwerb eigener Aktien (§§ 71 ff. AktG),⁵¹⁵ die Ausgabe von Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen,⁵¹⁶ der Erwerb von Unternehmen⁵¹⁷, die Vereinbarung großzügiger Abfindungsvereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft und ihrer Unternehmensleitung⁵¹⁸ oder der Verkauf von Betriebsteilen unter der *Holz Müller/Gelatine-Grenze*⁵¹⁹ fallen.⁵²⁰ Die Suche nach einem „weißen Ritter“⁵²¹ ist nach europäischem und deutschem Übernahmerecht zulässig, s. Art. 9 Abs. 2 Unterabs. 1 der Übernahmerrichtlinie⁵²² und § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG.

Die Zulässigkeit von „pre-bid defenses“ richtet sich dagegen nicht nach §§ 33 ff. WpÜG,⁵²³ sondern nach allgemeinem Aktien-, Übernahme- und Umwandlungsrecht.⁵²⁴ Zu den „pre-bid defenses“ zählen unter anderem⁵²⁵ gestaf-

⁵¹² Schanz, NZG 2007, 927, 931.

⁵¹³ Dabei sind auch die Grenzen des § 179a AktG und der *Holz Müller/Gelatine-Recht*sprechung (dazu unten Teil 3, Fn. 519) sowie das aktienrechtliche Schädigungsverbot zu beachten; s. *Fuchs* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 22 Rdnr. 146; *Schanz*, NZG 2007, 927, 932; *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 103 ff.; *Dimke*, S. 184 ff., 200 f.; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 36.

⁵¹⁴ *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 88 ff.; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 27 ff.; *Dimke*, S. 159 ff.; *Bayer*, ZGR 2002, 588, 594 f.; *Schanz*, NZG 2007, 927, 931.

⁵¹⁵ *Schanz*, NZG 2007, 927, 931; *Fuchs* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 22 Rdnr. 145; *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 92 ff.; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 33 ff.; *Dimke*, S. 170 ff., 197 ff.

⁵¹⁶ *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 99 ff.; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 32; *Dimke*, S. 166 ff.

⁵¹⁷ *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 106 f.

⁵¹⁸ *Hirte*, ZGR 2002, 623, 631; *Kann/Just*, DStR 2006, 328, 329; *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 116; *Dimke*, S. 187 ff.; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 37.

⁵¹⁹ Grundlegend BGHZ 83, 122 – *Holz Müller*; BGHZ 159, 30 – *Gelatine I*; s. a. *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150, 152; *Fuchs* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 22 Rdnr. 146.

⁵²⁰ Umfassende Aufarbeitungen zu „post-bid defenses“ finden sich beispielsweise bei *Dimke*, S. 195 ff.; *Assmann/Bozenhardt* in: *Assmann u.a.* (Hrsg.), S. 1, 143 ff.; *Schanz*, NZG 2007, 927, 929 ff.; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 422 f.; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 27 ff.; *Schlitt* in: *Münchener Kommentar AktG*, § 33 WpÜG Rdnr. 83 ff.

⁵²¹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 493 f.

⁵²² Übernahmerrichtlinie, ABl. EG Nr. L 142 vom 30.4.2004, S. 12.

⁵²³ S. die Nachweise oben Teil 3, in Fn. 511.

⁵²⁴ Allgemein dazu *Falkenhausen*, NZG 2007, 97; *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 70, 242 ff.; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 98 ff. m.w.N.; *Grundmann*, NZG 2005, 122, 125 ff.; *Grundmann* in: *Grundmann u.a.* (Hrsg.), S. 77, S. 89 ff.; *Röh/Vogel* in: *Haarmann/Schüppen* (Hrsg.), vor §§ 33 ff. Rdnr. 66 ff.; *Röh* in: *Haarmann/Schüppen* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 40; *Schwennicke* in: *Geibel/Süßmann* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 61 ff.; *Schlitt* in: *Münchener Kommentar AktG*, § 33 WpÜG Rdnr. 77 ff., 255 ff.; *Grundmann* in: *Hopt u.a.* (Hrsg.), S. 421, 432 ff.; *Kraakman u.a.*, S. 167.

⁵²⁵ Typische „post-bid defenses“ können auch als „pre-bid defenses“ auftreten, wenn sie vor dem Übernahmeangebot implementiert werden, beispielsweise der Erwerb eigener und

felte Amtszeiten von Aufsichtsrats- und Vorstandsmitgliedern,⁵²⁶ erhöhte Mehrheitsanforderungen für Verschmelzungsbeschlüsse,⁵²⁷ die Ausgabe von Belegschaftsaktien⁵²⁸ sowie kreuz- und ringförmige Beteiligungen.⁵²⁹

Diese Übersicht über mögliche Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft gegen Übernahmeangebote zeigt, dass der Unternehmensleitung eine Vielzahl von Möglichkeiten zur Verfügung steht, wenn sie ein feindliches Übernahmeangebot abwehren will. Manche dieser Abwehrmaßnahmen können nur zusammen mit den Anteilseignern durchgeführt werden. Viele der Abwehrmaßnahmen kann die Unternehmensleitung aber alleine durchführen. Zwar kann im Folgenden nicht untersucht werden, in welchem Umfang jeder der oben genannten Abwehrmaßnahmen im Einzelnen zulässig ist oder nicht. Jedoch soll der Frage nachgegangen werden, unter welchen Voraussetzungen die Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft überhaupt berechtigt ist, Abwehrmaßnahmen – gleich welcher Art – zu ergreifen. Sowohl im europäischen, deutschen und U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht finden sich dazu umfangreiche Regelungen, die im Folgenden dargestellt werden sollen.

cc) Rechtslage in der Europäischen Union

Auf europäischer Ebene sind Fragen des Übernahmerechts in der Übernahmerrichtlinie geregelt, die nach nahezu 30-jährigen Vorarbeiten im April 2004 verabschiedet werden konnte.⁵³⁰ Die Richtlinie stellt einen europaweiten Rahmen zur Verfügung, in dem sich der Erwerb von Wertpapieren börsennotierter Ge-

die Ausgabe neuer Aktien, die Ausgabe von Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen, der Erwerb von Unternehmen oder die Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände. Eine ausführliche Untersuchung von „pre-bid defenses“ findet sich beispielsweise in *Dimke*, S. 132 ff.; *Assmann/Bozenhardt* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 1, 117 ff.; *Schwennicke* in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), § 33 Rdnr. 62 ff.; *Falkenhausen*, NZG 2007, 97 98 f.

⁵²⁶ Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 177 m.w.N.; *Krause/Pötzsch* in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 269 f.; *Bayer*, ZGR 2002, 588, 591; *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150, 152 f.; *Dimke*, S. 177 ff.; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 42; *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 282 ff.

⁵²⁷ Gemäß § 65 Abs. 1 S. 1 UmwG, § 319 Abs. 2 S. 2 AktG ist für eine Verschmelzung beziehungsweise Eingliederung eine Kapitalmehrheit in Höhe von 75 % erforderlich. Eine satzungsmäßige Erhöhung dieser Mehrheitsanforderungen ist möglich, § 65 Abs. 1 S. 2 UmwG, § 319 Abs. 2 S. 3 AktG; s. dazu genauer *Hirte* in: *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 178.

⁵²⁸ *Schanz*, NZG 2007, 927, 931; *Krause/Pötzsch* in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 254; *Dimke*, S. 168 ff.

⁵²⁹ *Krause/Pötzsch* in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 256 f.; *Dimke*, S. 174 ff.

⁵³⁰ Übernahmerrichtlinie, ABl. EG Nr. L 142 vom 30.4.2004, S. 12. Zur Entstehungsgeschichte der Richtlinie s. *Wiesner*, ZIP 2004, 343 ff.; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221, 223 ff.; *Habersack*, § 10 Rdnr. 1 ff.; *Fleischer* in: *Fleischer/Kalss*, S. 47 ff.; *Edwards*, ECFR 2004, 416, 417 ff.; *Krause/Pötzsch* in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 19 ff.; *Assmann/Bozenhardt* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 1, 32 ff.

sellschaften vollzieht, wenn die Bietergesellschaft⁵³¹ die Kontrolle der Zielgesellschaft erworben hat oder erwerben will. Neben Regelungen zur Zuständigkeit von Aufsichtsorganen (Art. 4 der Richtlinie), Pflichtangeboten (Art. 5 der Richtlinie) und Annahmefristen (Art. 7 der Richtlinie), Informations- und Bekanntmachungspflichten (Art. 6, 8, 10 der Richtlinie) sowie zum „squeeze out“ und dem spiegelbildlichen „sell out“ (Art. 15, 16 der Richtlinie)⁵³² enthält die Richtlinie insbesondere Regelungen, die die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung⁵³³ von Zielgesellschaften bei Übernahmeversuchen betreffen (Art. 9, 11, 12 der Richtlinie). Diese Kernvorschriften der Übernahmerrichtlinie waren während der Entstehung der Richtlinie äußerst umstritten und trugen erheblich zu der langen Entstehungsdauer der Richtlinie bei.⁵³⁴

Hinsichtlich der Ausgestaltung der Regelungen zu Abwehrmaßnahmen standen sich während der Entstehung der Richtlinie unterschiedliche wirtschaftspolitische Konzeptionen gegenüber, die auf unterschiedliche Rechtstraditionen der Mitgliedstaaten zurück zu führen sind. Die britische, liberale Auffassung betonte, der Markt für Unternehmensübernahmen sei ein wirksames Mittel zur Reorganisation börsengehandelter Unternehmen.⁵³⁵ In Großbritannien, aber auch in Belgien, Irland, Italien, Österreich, Portugal, Schweden und Spanien durfte die Unternehmensleitung nach Bekanntwerden eines Übernahmeangebots Abwehrmaßnahmen nur mit Zustimmung der Hauptversammlung durchführen. Diese Rechtstradition verordnete der Unternehmensleitung eine strikte Neutralitätspflicht bei Übernahmeangeboten.⁵³⁶

Dem stand eine kontinentaleuropäische, stärker protektionistische Position gegenüber.⁵³⁷ Frankreich und die Niederlande kannten keine strikte Neutralitätspflicht der Unternehmensleitung.⁵³⁸ In Deutschland war die Ermächtigung des Vorstands zu Abwehrmaßnahmen durch den Aufsichtsrat (§ 33 Abs. 1 S. 2 3. Alt. WpÜG) oder durch die Hauptversammlung (§ 33 Abs. 2 S. 1 WpÜG) – auch im Wege eines Vorratsbeschlusses, § 33 Abs. 2 S. 2 WpÜG – möglich. Handlungen des Vorstands, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Ge-

⁵³¹ Zu diesem Begriff s. oben Teil 3, Fn. 468.

⁵³² Dazu *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 315 f.; *Hopt* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 104, 113 f.; *Habersack*, § 10 Rdnr. 27 ff.; *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 13 ff.

⁵³³ Zu diesem Begriff s. oben Teil 3, Fn. 470.

⁵³⁴ *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221, 222 f.; *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285.

⁵³⁵ Zu den Unterschieden zwischen der Rechtslage in Großbritannien und den USA s. *Armour/Skeel*, 95 Geo. L.J. 1727 (2007); *von Hein*, S. 890 ff.

⁵³⁶ *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221, 222; *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 232 f.; *Grundmann/Möslein*, ZVglRWiss 102 (2003), 289, 330 ff.

⁵³⁷ *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1285 f.; *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 344 f.; *Grundmann* in: *Hopt* u.a. (Hrsg.), S. 421, 426 f.

⁵³⁸ *Assmann/Bozenhardt* in: *Assmann* u.a. (Hrsg.), S. 1, 25 ff., 29 f.; *Grundmann/Möslein*, ZVglRWiss 102 (2003), 289, 328 ff.

schäftsleiter außerhalb einer Übernahmesituation vorgenommen hätte (§ 33 Abs. 1 S. 2 1. Alt. WpÜG), waren ebenfalls zulässig.

Ein Vorschlag des Europäischen Parlaments, auch in der Richtlinie Vorratsbeschlüsse zuzulassen, wurde vom Ministerrat abgelehnt.⁵³⁹ Deutschland machte in den Verhandlungen die Anerkennung einer strikten Neutralitätspflicht des Vorstands vom Abbau anderer Übernahmehindernisse abhängig, die in manchen Mitgliedstaaten bestanden.⁵⁴⁰ Dazu zählten die gesetzliche Anerkennung von Stimmrechtsbeschränkungen, Stimmbindungsverträgen, Mehr-, Doppel- und Höchststimmrechten, „ownership caps“⁵⁴¹ sowie goldenen Aktien.⁵⁴² Es ging um die Frage, ob solche potentiellen Beeinflussungen von Stimmrechten und Stimmrechtsgewichtungen im Übernahmefall wirksam sein sollten oder nicht (Durchbrechungsregel).⁵⁴³ Würde diesen Instrumenten durch eine umfassende Durchbrechungsregel die Wirksamkeit versagt, bestand die Befürchtung, dass eine solche Öffnung des Markts für Unternehmensübernahmen den Einkauf europäischer Unternehmen durch Investoren aus Drittstaaten erleichtern würde, die – zumindest über Tochtergesellschaften – immer in den Genuss der Durchbrechungsregel gekommen wären, ohne selbst in ihrem Heimatstaat notwendigerweise ähnlichen Regelungen unterworfen zu sein.⁵⁴⁴

Insgesamt ließen die unterschiedlichen Kapital- und Kontrollstrukturen von Gesellschaften in unterschiedlichen Mitgliedstaaten sowie die unterschiedlichen Rechtstraditionen sowohl die Neutralitätspflicht der Unternehmensleitung als auch die Durchbrechungsregel zum Politikum erster Güte werden.⁵⁴⁵ In dieser verfahrenen Lage konnte sich am Ende nur ein von der portugiesischen Delegation vorgeschlagenes Optionsmodell durchsetzen.⁵⁴⁶

Heute sind sowohl die Neutralitätspflicht der Unternehmensleitung als auch die Durchbrechungsregel bis zu einem gewissen Maß in der Übernahmerichtlinie verankert. Im Grundsatz geht die europäische Übernahmerichtlinie von

⁵³⁹ Art. 9 Abs. 2a lit. d Richtlinienentwurf in der Fassung des Europäischen Parlaments, ABl. EG Nr. C 232 vom 17.8.2001, S. 168, 172; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221, 223.

⁵⁴⁰ *Habersack*, § 10 Rdnr. 3.

⁵⁴¹ Dazu unten Teil 3, bei Fn. 550.

⁵⁴² Zu goldenen Aktien s. *Grundmann/Möslein*, ZVglRWiss 102 (2003), 289; *Ferrarini*, ECFR 2006, 147, 168 ff.; *Wackerbarth*, WM 2001, 1741, 1747 ff., sowie zuletzt bezüglich des VW-Gesetzes EuGH, Rs. C-112/05, Urteil vom 23.10.2007, Slg. 2007, S. I-8995 – *Kommission/Deutschland*; s. dazu *Teichmann*, BB 2007, 2577.

⁵⁴³ Zur Durchbrechungsregel in der endgültigen Fassung der Übernahmerichtlinie s. unten Teil 3, bei Fn. 550 ff.

⁵⁴⁴ *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221, 225; *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 344 ff.; *Ferrarini*, ECFR 2006, 147, 148 ff.

⁵⁴⁵ *Habersack*, § 10 Rdnr. 3; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221, 223; *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 344 ff.

⁵⁴⁶ *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 346; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221, 225; *Edwards*, ECFR 2004, 416, 430; *Habersack*, § 10 Rdnr. 4.

einer Neutralitätspflicht der Unternehmensleitung (Art. 9 Abs. 2, 3 der Richtlinie) sowie einer Durchbrechung verschiedener Übernahmehindernisse im Übernahmefall (Art. 11 Abs. 2, 3 der Richtlinie) aus.

Dem britischen Modell des „City Code on Takeovers and Mergers“ folgend,⁵⁴⁷ bedürfen Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung⁵⁴⁸ der Ermächtigung der Hauptversammlung (Art. 9 Abs. 2, 3 der Richtlinie). Die Anteilseigner sollen über solche Abwehrmaßnahmen selbst entscheiden, wenn ihnen das konkrete Übernahmeangebot sowie die Stellungnahme der Unternehmensleitung (Art. 9 Abs. 5 der Richtlinie) bekannt sind.⁵⁴⁹ Art. 9 Abs. 2 Unterabs. 1, Halbs. 2 der Richtlinie nimmt von dieser Neutralitätspflicht ausdrücklich die Suche nach konkurrierenden Angeboten aus.

Die Durchbrechungsregel des Art. 11 der Übernahmerrichtlinie stellt das Gegenstück zur Neutralitätspflicht aus Art. 9 dar und soll Unternehmensübernahmen erleichtern. Nach Art. 11 Abs. 2 Unterabs. 1 der Richtlinie gelten satzungsmäßige Übertragungsbeschränkungen während der Angebotsfrist nicht gegenüber der Bietergesellschaft. Dazu zählen beispielsweise vinkulierte Namensaktien (§ 68 Abs. 2 AktG)⁵⁵⁰ oder die in Italien und den Niederlanden existierenden „ownership caps“, die es einem Anteilseigner verbieten, mehr als einen bestimmten Prozentsatz der Aktien zu halten.⁵⁵¹ Nach Art. 11 Abs. 2 Unterabs. 2 der Richtlinie entfalten Pool- und Stimmbindungsverträge unter den Anteilseignern der Zielgesellschaft keine Wirkung.⁵⁵² Dadurch können Anteilseigner ihre Anteile an die Bietergesellschaft veräußern, ohne an eine Beschlussfassung der Mitglieder des Stimmbindungsvertrags gebunden zu sein.⁵⁵³ Gemäß Art. 11 Abs. 3 der Richtlinie entfalten satzungsmäßige Stimmrechtsbeschränkungen – beispielsweise Höchststimmrechte⁵⁵⁴ – bei der Abstimmung

⁵⁴⁷ Dazu *Grundmann*, NZG 2005, 122, 123; *Assmann/Bozenhardt* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 1, 22 ff.

⁵⁴⁸ Gemäß Art. 9 Abs. 6 der Richtlinie sind sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat von der Neutralitätspflicht des Art. 9 Abs. 2, 3 erfasst. Zum hier verwendeten Begriff der Unternehmensleitung s. oben Teil 3, Fn. 470.

⁵⁴⁹ Mit der Neutralitätspflicht der Unternehmensleitung steht auch die Regelung des Art. 3 Abs. 1 lit. c der Richtlinie in Zusammenhang, wonach die Unternehmensleitung im Interesse der gesamten Gesellschaft handeln muss und den Anteilseignern nicht die Möglichkeit vorenthalten darf, das Übernahmeangebot selbst zu beurteilen.

⁵⁵⁰ *Harbarth*, ZGR 2007, 37, 48; *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301, 313; *Dimke*, S. 144 ff.; *Schwennicke* in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), § 33b Rdnr. 5; *Röh/Vogel* in: Haarmann/Schüppen (Hrsg.), vor §§ 33 ff. Rdnr. 85.

⁵⁵¹ *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 311.

⁵⁵² Zu den Einzelheiten, auch zum Bestandschutz („grandfathering“) alter Stimmbindungsverträge, s. Art. 11 Abs. 2 Unterabs. 2 der Richtlinie; s. a. *Harbarth*, ZGR 2007, 37, 50 ff.

⁵⁵³ *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 311.

⁵⁵⁴ In Deutschland wurden Höchststimmrechte mit dem KonTraG, BGBI. I Nr. 24 vom 30.4.1998, S. 786, für börsennotierte Gesellschaften abgeschafft, s. § 134 Abs. 1 S. 2 AktG; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 315; *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 176; *Bayer*, ZGR

über Abwehrmaßnahmen keine Wirkung.⁵⁵⁵ Auch sollen Mehrstimmrechtsaktien⁵⁵⁶ bei der Beschlussfassung über Abwehrmaßnahmen nur mit einer Stimme zählen, Art. 11 Abs. 3 Unterabs. 3 der Richtlinie. Schließlich setzt Art. 11 Abs. 4 Unterabs. 1 der Richtlinie besondere satzungsmäßige Rechte der Zielgesellschaft zur Ernennung oder Abberufung von Organmitgliedern⁵⁵⁷ für die Hauptversammlung nach der Übernahme außer Kraft, wenn die Bietergesellschaft über mehr als 75 % des stimmberechtigten Kapitals verfügt. Dadurch kann die Bietergesellschaft in dieser Hauptversammlung ihre Repräsentanten in der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft positionieren.⁵⁵⁸

Zwar geht die europäische Übernahmerrichtlinie damit im Grundsatz von einer Neutralitätspflicht der Unternehmensleitung sowie einer Durchbrechung verschiedener Übernahmehindernisse im Übernahmefall aus. Allerdings werden Neutralitätspflicht und Durchbrechungsregel durch ein zweistufiges Optionsmodell modifiziert. Auf einer ersten Stufe haben die Mitgliedstaaten die Möglichkeit, die einschlägigen Vorschriften der Richtlinie nicht als zwingendes Recht umzusetzen (Art. 12 Abs. 1 der Richtlinie, „opt out“ der Mitgliedstaaten).⁵⁵⁹ Dieses Optionsmodell erlaubt es den Mitgliedstaaten zu entscheiden, ob sie die Neutralitätspflicht beziehungsweise die Durchbrechungsregel anwenden und dadurch den Markt für Unternehmensübernahmen öffnen wollen.

Hat ein Mitgliedstaat von dieser Möglichkeit des „opt out“ Gebrauch gemacht, gelten im nationalen Recht weder Neutralitätspflicht noch Durchbrechungsregel. In diesem Fall haben die Unternehmen allerdings auf einer zweiten Stufe die Möglichkeit, in die Geltung der Neutralitätspflicht und der Durchbrechungsregel wieder hinein zu optieren (Art. 12 Abs. 2 der Richtlinie, „opt in“ der Gesellschaften). Dafür ist ein mit satzungsändernder Mehrheit gefasster Hauptversammlungsbeschluss notwendig.

2002, 588, 589 f. Eine rechtsvergleichende Übersicht findet sich bei *Grundmann/Möslein*, ZVglRWiss 102 (2003), 289, 316 ff.

⁵⁵⁵ Zu den Einzelheiten, auch zum Bestandsschutz, s. Art. 11 Abs. 3 Unterabs. 2 der Richtlinie. Ausnahmen bestehen unter anderem für stimmrechtslose Vorzugsaktien (§§ 139 ff. AktG), s. Art. 2 Abs. 1 lit. e der Richtlinie; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 311.

⁵⁵⁶ Solche Aktien kommen unter anderem in Schweden, Finnland und Dänemark vor, s. *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 311; *Grundmann/Möslein*, ZVglRWiss 102 (2003), 289, 322. In Deutschland sind sie in der Regel aufgrund des KonTraG, BGBl. I Nr. 24 vom 30.4.1998, S. 786, bis zum 1.6.2003 erloschen, s. oben Teil 3, Fn. 508. Zur Regelung des Art. 2 Abs. 1 lit. g der Richtlinie s. *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 348.

⁵⁵⁷ In Deutschland betrifft dies die besonderen Entsendungsrechte gemäß Art. 101 Abs. 2 AktG.

⁵⁵⁸ Auf Sonderregeln, die den Anwendungsbereich der Durchbrechungsregel beschneiden, wird hier nicht eingegangen. So nimmt Art. 11 Abs. 6, 7 der Richtlinie stimmrechtslose Vorzugsaktien (§§ 139 ff. AktG) und goldene Aktien vom Anwendungsbereich der Durchbrechungsregel aus.

⁵⁵⁹ Diese Stufe des Optionsmodells ist im vorliegenden Zusammenhang nicht von Interesse, da es hier um die Frage geht, ob *Vertragspartner* (und nicht Gesetzgeber) aus Regelungssystemen heraus oder in diese hinein optieren können; s. dazu oben Teil 3, bei Fn. 418, 653.

Ob eine Gesellschaft in der Realität von der „opt in“-Möglichkeit des Art. 12 Abs. 2 der Richtlinie Gebrauch macht, hängt unter anderem von der Struktur der Anteilseigner ab. Institutionelle Anleger⁵⁶⁰ und Großaktionäre⁵⁶¹ haben oftmals ein Interesse daran, ihre Anteile zu einem attraktiven Preis zu veräußern. Verfügt eine Gesellschaft über viele solcher Anleger, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Hauptversammlung in die Neutralitätspflicht beziehungsweise Durchbrechungsregel hinein optiert.⁵⁶²

Das gestaffelte Optionsmodell der Richtlinie wird durch Reziprozitätsregelungen vervollständigt. Danach können Mitgliedstaaten Zielgesellschaften, die – entweder aufgrund einer zwingenden mitgliedstaatlichen Umsetzung oder aufgrund eines Hineinoptierens durch die Gesellschaft selbst – an die Neutralitätspflicht und die Durchbrechungsregel gebunden sind, von dieser Bindung befreien, wenn die Bietergesellschaft die entsprechenden Regeln nicht anwendet (Art. 12 Abs. 3, 5 der Richtlinie).⁵⁶³

dd) Rechtslage in Deutschland

Im Juli 2006 hat der deutsche Gesetzgeber die europäische Übernahmerichtlinie in nationales Recht umgesetzt.⁵⁶⁴ Im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) traten neben Änderungen hinsichtlich des internationalen Anwendungsbereichs und der Aufsichtszuständigkeit insbesondere Änderungen hinsichtlich der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft gegen öffentliche Übernahmeangebote⁵⁶⁵ sowie hinsichtlich eines übernahmerechtlichen „squeeze out“ in Kraft.⁵⁶⁶

⁵⁶⁰ Zu Definitionsversuchen s. *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 704 ff.

⁵⁶¹ In Deutschland verfügen mehr als 50 % aller gelisteten Aktiengesellschaften über starke Mehrheitsaktionäre zu, s. *Becht/Böhmer* in: Barca/Becht (Hrsg.), S. 128, S. 142; *Goergen/Manjon/Renneboog*, Intern. Rev. L. & Econ. 28 (2008), 175, 176; zum ähnlich ausfallenden europäischen Durchschnitt s. *Faccio/Lang*, J. Fin. Econ. 65 (2002), 365, 390; s. a. *La Porta u. a.*, J. Pol. Econ. 106 (1998), 1113, 1145 ff.; *Tirole*, Corporate Finance, S. 38 ff.; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 709; *McCahery u. a.* in: Ferrarini u. a. (Hrsg.), S. 575, 584 ff.; *Goergen/Manjon/Renneboog*, Intern. Rev. L. & Econ. 28 (2008), 175, 176 ff.

⁵⁶² *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 314.

⁵⁶³ Zu diesem komplexen Zusammenspiel s. insgesamt *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 310 ff. Zur Reziprozitätsregelung im Einzelnen s. *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 312 f. Zur Bedeutung der Reziprozitätsregelung im Verhältnis zu Drittstaaten s. *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 313.

⁵⁶⁴ Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz, BGBl. I Nr. 31 vom 13.7.2006, S. 1426.

⁵⁶⁵ Zur Unterscheidung zwischen einfachen Erwerbsangeboten im Sinne der §§ 10 ff. WpÜG und Übernahmeangeboten im Sinne der §§ 29 ff. WpÜG s. *Habersack* in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), vor § 311 Rdnr. 12; *Bürgers/Israel* in: Bürgers/Körber (Hrsg.), § 33 WpÜG Rdnr. 1.

⁵⁶⁶ Im Überblick s. *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1287 ff. Allerdings war schon das ursprüngliche WpÜG, das im Januar 2002 in Kraft trat, von den Diskussionen um die Übernahmerichtlinie beeinflusst, *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1286. Allgemein zum WpÜG s. *Habersack* in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), vor § 311 Rdnr. 10 ff.; *Pöttsch* in: Assmann/

Hinsichtlich der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen hat der deutsche Gesetzgeber den Umsetzungsspielraum der Richtlinie in vollem Umfang ausgenutzt. Als Standard-Regelung⁵⁶⁷ schreibt § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG – wie schon vor der Umsetzung der Übernahmerichtlinie⁵⁶⁸ – eine Neutralitätspflicht⁵⁶⁹ des Vorstands vor.⁵⁷⁰ § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG nimmt davon Handlungen eines ordentlichen Geschäftsleiters,⁵⁷¹ die Suche nach konkurrierenden Übernahmeangeboten⁵⁷² sowie – im europäischen Vergleich außergewöhnlich – Handlungen mit Zustimmung des Aufsichtsrats⁵⁷³ aus. Gemäß § 33 Abs. 2 WpÜG kann die Hauptversammlung den Vorstand vorab zur Vornahme von Abwehrmaßnahmen ermächtigen.⁵⁷⁴ Solche Vorratsbeschlüsse, die für höchstens 18 Monate erteilt werden können, bedürfen grundsätzlich einer Mehrheit von 75 % des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals (§ 33 Abs. 2 S. 2, 3 WpÜG). Sie ermächtigen den Vorstand zu Abwehrmaßnahmen, soweit der Aufsichtsrat zustimmt (§ 33 Abs. 2 S. 4 WpÜG).⁵⁷⁵

Allerdings hat der deutsche Gesetzgeber diese Regelung der Neutralitätspflicht optional ausgestaltet. Gemäß § 33a Abs. 1 WpÜG kann eine Gesellschaft aus der Neutralitätsregelung des § 33 WpÜG heraus optieren. Entschließt sich die Hauptversammlung einer Gesellschaft im Wege der Satzungsänderung (§§ 119 Abs. 1 Nr. 5, 133 Abs. 1, 179 ff. AktG)⁵⁷⁶ zu diesem

Pöttsch/Schneider (Hrsg.), Einl. Rdnr. 24 ff.; zum „squeeze out“ s. *Paefgen*, WM 2007, 765; *Paefgen* in: Aderhold u.a. (Hrsg.), S. 1221.

⁵⁶⁷ Zu diesem Begriff s. oben Teil 3, bei Fn. 423.

⁵⁶⁸ § 33 Abs. 1 und 2 WpÜG blieben durch die Umsetzung der Übernahmerichtlinie unverändert, § 33 Abs. 3 WpÜG a.F. wurde in § 33d WpÜG n.F. überführt.

⁵⁶⁹ Zur Problematik dieses weit verbreiteten Begriffs s. *Hirte* in: *Hirte/Bülow* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 26.

⁵⁷⁰ Zum Streit, unter welchen Voraussetzungen der Aufsichtsrat von der Neutralitätspflicht des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG erfasst wird, s. *Krause/Pöttsch* in: *Assmann/Pöttsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 76 ff.; *Kann/Just*, DStR 2006, 328, 330 Fn. 31; *Hirte*, ZGR 2002, 623, 628 ff.; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 425; *Steinmeyer* in: *Steinmeyer/Häger* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 13.

⁵⁷¹ Dazu *Hirte*, ZGR 2002, 623, 634 ff.; *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150, 153; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 426 f.; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 5 ff.

⁵⁷² Dazu *Hirte*, ZGR 2002, 623, 638 ff.; *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150, 153 f.; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 4 f.

⁵⁷³ *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1288; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 427 f.; *Hirte*, ZGR 2002, 623, 640 ff.; *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150, 154; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 8 f.; *Habersack* in: *Emmerich/Habersack* (Hrsg.), vor § 311 Rdnr. 19; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 59 ff.

⁵⁷⁴ Dazu *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 12 f.; *Habersack* in: *Emmerich/Habersack* (Hrsg.), vor § 311 Rdnr. 20 f.

⁵⁷⁵ Welcher Rechtsschutz den Anteilseignern gegen Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung zusteht, untersucht *Hirte*, ZGR 2002, 623, 649 ff.

⁵⁷⁶ Dabei kommt gemäß § 122 Abs. 1 S. 1 AktG auch einem Minderheiten-Aktionärsquorum ein Initiativrecht zu, s. *Kiem* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33a Rdnr. 14. Zur abweichenden Rechtslage in den USA s. unten Teil 3, Fn. 1224.

Schritt, treffen Vorstand und Aufsichtsrat eine modifizierte Neutralitätspflicht, die in § 33a Abs. 2 WpÜG geregelt und Art. 9 Abs. 2 der Übernahmerichtlinie nachgebildet ist („europäisches Verhinderungsverbot“).⁵⁷⁷ Ermächtigungen in Form von Vorratsbeschlüssen, wie § 33 Abs. 2 WpÜG dies vorsieht, sind unter dem Regime des § 33a Abs. 2 WpÜG nicht möglich.⁵⁷⁸ Im Unterschied zur Neutralitätspflicht des Vorstands nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG trifft das europäische Verhinderungsverbot des § 33 Abs. 2 S. 1 WpÜG sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat.⁵⁷⁹ Die Regelung des § 33a Abs. 1 WpÜG wird durch die Reziprozitätsregelung des § 33c Abs. 1, 3 WpÜG ergänzt, die entsprechende Vorschriften in Art. 12 Abs. 3, 5 der Übernahmerichtlinie umsetzt.⁵⁸⁰

Damit führen §§ 33 ff. WpÜG eine besondere Spielart eines Optionsmodells ein, das in dieser Weise nicht explizit in der Übernahmerichtlinie angesprochen wird.⁵⁸¹ Als Standard-Regelung sieht das WpÜG eine Neutralitätspflicht des Vorstands vor, die durch eine Zustimmung des Aufsichtsrats oder – eventuell mit Hilfe eines Vorratsbeschlusses – der Hauptversammlung aufgehoben werden kann. Jedoch kann die Hauptversammlung durch eine Satzungsänderung in die europäische Neutralitätsregelung des § 33a WpÜG hinein optieren. Dann treffen sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat eine Neutralitätspflicht.

Zwar vereinfacht das europäische Modell des § 33a WpÜG im Vergleich zum deutschen Modell des § 33 WpÜG Unternehmensübernahmen. Abwehrmaßnahmen, die nur zwischen Vorstand und Aufsichtsrat abgestimmt sind (§ 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG), sind unter dem europäischen Modell des § 33a WpÜG nicht möglich. Auch sind abstrakte Vorratsermächtigungen im Sinne des § 33 Abs. 2 S. 2 WpÜG nicht möglich.⁵⁸² Ansonsten besteht zwischen dem deutschen Modell des § 33 WpÜG und dem europäischen Modell des § 33a WpÜG weitge-

⁵⁷⁷ Allerdings sieht §§ 33a Abs. 2 WpÜG in S. 2 im Wortlaut mehr Ausnahmen von der Neutralitätspflicht vor als Art. 9 Abs. 2 der Übernahmerichtlinie. Die Fassung des § 33a Abs. 2 WpÜG wird jedoch gemeinhin als richtlinienkonform angesehen, s. *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1288; *Kiem* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33a Rdnr. 48.

⁵⁷⁸ *Kann/Just*, DStR 2006, 328, 331; *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301, 310; *Kiem* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33a Rdnr. 40; *Meyer*, WM 2006, 1135, 1139.

⁵⁷⁹ Dazu oben Teil 3, Fn. 570.

⁵⁸⁰ Nach § 33c Abs. 1 WpÜG kann die Hauptversammlung einer Zielgesellschaft, die in die Geltung des europäischen Verhinderungsverbots nach § 33a Abs. 2 WpÜG hinein optiert hat, durch ein Herausoptieren die Geltung des deutschen Verhinderungsverbots nach § 33 WpÜG wieder herstellen, wenn eine Bietergesellschaft dem Gesellschaftsrecht eines Staates unterliegt, das keine dem § 33a Abs. 2 WpÜG entsprechende Vorschrift kennt. Diesbezüglich sind Vorratsbeschlüsse möglich, § 33c Abs. 3 S. 1, 2 WpÜG.

⁵⁸¹ Dennoch sind §§ 33 ff. WpÜG richtlinienkonform, s. *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1288.

⁵⁸² S. oben Teil 3, Fn. 578.

hende Deckungsgleichheit.⁵⁸³ Es darf bezweifelt werden, ob die deutsche Spielart des Optionsmodells in der Praxis große Auswirkungen haben wird.⁵⁸⁴

Während Gesellschaften bei der Neutralitätspflicht die Wahl zwischen dem – auch schon vor der WpÜG-Novelle in Deutschland geltenden – Regime des § 33 WpÜG und dem europäisch beeinflussten Regime der §§ 33a, 33c WpÜG haben, hat der deutsche Gesetzgeber hinsichtlich der Durchbrechungsregel des Art. 11 der Übernahmerichtlinie einen etwas anderen Umsetzungsweg eingeschlagen. Wie bei der Neutralitätspflicht hat sich der deutsche Gesetzgeber entschlossen, auf der ersten Stufe gemäß Art. 12 Abs. 1 der Richtlinie aus der Durchbrechungsregel des Art. 11 Abs. 2, 3 der Richtlinie heraus zu optieren. Danach greifen die dargestellten europäischen Durchbrechungsvorschriften im Grundsatz nicht. In Übereinstimmung mit Art. 12 Abs. 2 der Übernahmerichtlinie hat der Gesetzgeber jedoch in § 33b Abs. 1, 2 WpÜG vorgesehen, dass Gesellschaften durch Satzungsänderung in die europäische Durchbrechungsregel hinein optieren können.⁵⁸⁵ Wiederum wird die Vorschrift durch eine Rezipro-

⁵⁸³ Ebenso *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1288.

⁵⁸⁴ *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1288; *Kann/Just*, DStR 2006, 328, 331, 333; *Mülbert*, NZG 2004, 633, 634; s. a. *Wolf*, ZIP 2008, 300, 302 f.; *Ringleb* in: *Ringleb u. a.*, Rdnr. 452; *Meyer*, WM 2006, 1135, 1143 f.

⁵⁸⁵ Zusätzlich enthält § 33b Abs. 5 WpÜG die in Art. 11 Abs. 5 der Übernahmerichtlinie angemahnte Entschädigungsregelung, falls durch die Durchbrechungsregel Rechte entzogen werden; kritisch zur praktischen Relevanz in Deutschland *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1289. Diese Vorschriften wandeln faktisch eine „property rule“ zu einer „liability rule“ um. Während das *Coase*-Theorem (dazu oben Teil 2, Fn. 228) neben der Bedeutung von Transaktionskosten die Funktion genau spezifizierter Verfügungsrechte hervorhob, betonten *Guido Calabresi* und *Douglas Malamed* in einem grundlegenden Beitrag, dass nicht nur die genaue Spezifikation von Verfügungsrechten, sondern auch deren inhaltliche Ausgestaltung wichtig ist, s. *Calabresi/Melamed*, 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972). *Calabresi* und *Melamed* unterscheiden zwischen „property“, „liability“ und „inalienability rules“, von denen im vorliegenden Zusammenhang nur die beiden ersten Kategorien von Interesse sind. Zum Verhältnis von zwingendem Recht und „inalienable rules“ s. *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87 Fn. 2 (1989). „Property“ und „liability rules“ stellen unterschiedliche Arten des Schutzes von Verfügungsrechten dar. Bei „property rules“ – man mag dies mit „Abwehransprüchen“ übersetzen, so *Schäfer/Ott*, S. 551 – darf in die geschützte Rechtsposition nur eingegriffen werden, wenn der Inhaber der Rechtsposition dem *ex ante* zustimmt. Der Inhaber kann jeden Eingriff in die Rechtsposition abwehren. Vor einem Eingriff wird es daher regelmäßig zu einer Zahlung des Eingreifenden an den Inhaber der Rechtsposition kommen. Bei „liability rules“ – man mag dies mit „haftungsrechtlichen Ansprüchen“ übersetzen, so *Schäfer/Ott*, S. 551 – kann der Inhaber der Rechtsposition einen Eingriff in die Position nicht *ex ante* abwehren. Vielmehr steht ihm nur *ex post* ein Schadensersatzanspruch zu. *Calabresi* und *Melamed* stellen die These auf, dass bei niedrigen Transaktionskosten „property rules“ angemessen sind, während bei hohen Transaktionskosten „liability rules“ die effizientere Lösung bieten. Dies liegt daran, dass bei hohen Transaktionskosten das Aushandeln der Summe, die der Eingreifende an den Inhaber der Rechtsposition zu zahlen hat, unter den Beteiligten ineffizienter ist als die nachträgliche Festlegung einer Schadenssumme durch ein Gericht, *Calabresi/Melamed*, 85 Harv. L. Rev. 1089, 1110, 1118 f. (1972); s. zu diesem Konzept auch *Shavell*, S. 92 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 551; für

zitätsregelung in § 33c Abs. 2 WpÜG ergänzt, die Art. 12 Abs. 3, 5 der Übernahmerichtlinie umsetzt.⁵⁸⁶

Neben diesen spezifisch übernahmerechtlichen Regelungen ist fraglich, ob aus allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätzen eine Neutralitätspflicht des Vorstands hergeleitet werden kann. Vor Inkrafttreten des WpÜG war dies Gegenstand einer intensiven Diskussion, die hier nicht nachgezeichnet werden soll.⁵⁸⁷ Die herrschende Meinung leitete aus §§ 76, 93 AktG ein grundsätzliches Neutralitätsgebot des Vorstands bei Übernahmeangeboten ab.⁵⁸⁸ Im Einzelnen waren dessen dogmatische Herleitung und Umfang umstritten.⁵⁸⁹ Nach Inkrafttreten des WpÜG ist fraglich, ob bei Übernahmeangeboten im Anwendungsbereich der §§ 33 ff. WpÜG noch ein allgemeines aktienrechtliches Neutralitätsgebot zu berücksichtigen ist.⁵⁹⁰ Im Hinblick auf den Willen des Gesetzgebers, mit §§ 33 ff. WpÜG eine abschließende Kodifikation der Frage zu schaffen,⁵⁹¹ ist dies zu verneinen.⁵⁹²

eine Anwendung im Gesellschaftsrecht s. *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 701 f. Zu § 33b WpÜG ausführlich *Harbarth*, ZGR 2007, 37.

⁵⁸⁶ Danach kann die Hauptversammlung einer Zielgesellschaft, die in die Geltung der europäischen Durchbrechungsregel nach § 33b Abs. 2 WpÜG hinein optiert hat, durch ein Herausoptieren diese Geltung beseitigen, wenn die Bietergesellschaft dem Gesellschaftsrecht eines Staates unterliegt, das keine dem § 33b Abs. 2 WpÜG entsprechende Vorschrift kennt, s. § 33c Abs. 2 WpÜG. Diesbezüglich sind Vorratsbeschlüsse möglich, § 33c Abs. 3 S. 1, 2 WpÜG.

⁵⁸⁷ Dazu *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 43 ff.; *Krause/Pöttsch* in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 46 ff.; *von Bonin*, S. 421 ff.; *Wolf*, ZIP 2008, 300, jeweils m.w.N.

⁵⁸⁸ *Hopt* in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 1361, 1375 ff. m.w.N.; *Krause/Pöttsch* in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 46 ff.; *Hirte* in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 27; *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 44; *Hopt* in: *Hopt/Wiedemann* (Hrsg.), § 93 Rdnr. 122 ff.; *von Bonin*, S. 421 ff.; *Merkel*, ZHR 165 (2001), 224, 234; *Tröger*, DZWir 2002, 397, 401 f.; *Assmann/Bozenhardt* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 1, 113 f.; *Seibt* in: Schmidt/Lutter (Hrsg.), § 76 Rdnr. 15; s. schon *Mestmäcker*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, S. 139 ff., 145 f.; differenzierend *Bayer*, ZGR 2002, 588, 599 ff.; a.A. *Hüffer*, § 76 Rdnr. 15d; *Coppik*, S. 239; *Wolf*, ZIP 2008, 300 f.

⁵⁸⁹ Im Überblick *Krause/Pöttsch* in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 47 f.; *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 43 ff.; *Paefgen*, S. 336 ff., jeweils m.w.N., auch zu ablehnenden Stimmen.

⁵⁹⁰ Dies ist relevant, weil § 33 WpÜG nicht alle in der Literatur anerkannten Ausnahmen vom Neutralitätsgebot kodifiziert hat.

⁵⁹¹ Bundesregierung, BT-Drs. 14/7034 vom 5.10.2001, S. 1, 57.

⁵⁹² Ebenso *Krause/Pöttsch* in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 50, 52; *Hirte* in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 28; *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), § 33 Rdnr. 6; *Röh* in: Haarmann/Schuppen (Hrsg.), § 33 Rdnr. 23; *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 51 ff. Dies gilt freilich nur, soweit der Anwendungsbereich des WpÜG reicht, s. *Habersack* in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), vor § 311 Rdnr. 15. *Wolf*, ZIP 2008, 300, will in umgekehrter Richtung aus der Wertung der neuen §§ 33 ff. WpÜG Rückschlüsse auf die aktienrechtliche Debatte um die Neutralitätspflicht ziehen.

Allerdings bleiben spezielle aktien- und kapitalmarktrechtliche Erfordernisse unberührt, die auch in Übernahmesituationen greifen können.⁵⁹³ In diesem Zusammenhang ist unter anderem an kapitalmarktrechtliche Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität, zum Insiderhandelsverbot und zur Kurs- und Marktpreismanipulation,⁵⁹⁴ das aktienrechtliche Schädigungsverbot,⁵⁹⁵ die Vorschriften zur Schaffung genehmigten Kapitals (§§ 202 ff. AktG),⁵⁹⁶ die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG,⁵⁹⁷ die Vinkulierung von Namensaktien (§ 68 Abs. 2 AktG),⁵⁹⁸ die Vorschriften über Berufung und Abwahl von Aufsichtsratsmitgliedern (§§ 101, 103 AktG)⁵⁹⁹ sowie die Kompetenzordnung (einschließlich der *Holz Müller-/Gelatine-Grenze*)⁶⁰⁰ zu denken.⁶⁰¹ Schließlich ergibt sich auch aus Nr. 3.7 S. 2 des Deutschen Corporate Governance Kodex eine Neutralitätspflicht des Vorstands in Übernahmesituationen. Die Vorschrift enthält aber keine von § 33 WpÜG abweichende Regelung.⁶⁰²

ee) Rechtslage in den USA

Bevor auf den Rechtsrahmen für Abwehrmaßnahmen im U.S.-amerikanischen Recht eingegangen wird, sind einige einführende Bemerkungen zum U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht angebracht. In den USA liegt die Gesetzgebungskompetenz für das Gesellschaftsrecht grundsätzlich bei den Einzelstaaten. Damit bestehen 50 verschiedene U.S.-amerikanische Gesellschaftsrechtsordnungen. Zwar existiert mit dem „Model Business Corporation Act“⁶⁰³ ein Modellgesetz auf Bundesebene, das von den Einzelstaaten in unterschiedlichem Umfang implementiert wurde. Von einem einheitlichen Gesellschaftsrecht kann aber nicht gesprochen werden.⁶⁰⁴ Aufgrund eines ausgeprägten Systemwettbewerbs zwischen den Gesellschaftsrechtssystemen der Einzelstaaten⁶⁰⁵ sind Delaware und – mit gewissem Abstand – New York für

⁵⁹³ Steinmeyer in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), § 33 Rdnr. 6; Habersack in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), vor § 311 Rdnr. 15; Röb in: Haarmann/Schüppen (Hrsg.), § 33 Rdnr. 24.

⁵⁹⁴ Dazu im Überblick Fleischer in: Fleischer/Kalss, S. 16 ff.; Röb in: Haarmann/Schüppen (Hrsg.), § 33 Rdnr. 118 ff.

⁵⁹⁵ Schlitt in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 183.

⁵⁹⁶ Hirte in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 169.

⁵⁹⁷ Hirte in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 61, 170.

⁵⁹⁸ Hirte in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 172; s. aber § 5 Abs. 1, 2 Nr. 2 BörsZulVO.

⁵⁹⁹ Hirte in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 177; Schlitt in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 181.

⁶⁰⁰ S. oben Teil 3, Fn. 519.

⁶⁰¹ S. zum Ganzen Hirte in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 168 ff.; Bayer, ZGR 2002, 588, 611 f.

⁶⁰² von Werder/Ringleb in: Ringleb u. a., Rdnr. 415 ff.

⁶⁰³ Dazu Merkt/Göthel, Rdnr. 215 ff.

⁶⁰⁴ Merkt/Göthel, Rdnr. 165.

⁶⁰⁵ Dazu allgemein Merkt/Göthel, Rdnr. 206 ff.; Müller, Systemwettbewerb, S. 199 ff.; Kieninger, S. 106 ff. Zur geschichtlichen Entwicklung des Systemwettbewerbs, der seinen

Gesellschaften die wichtigsten Inkorporationsstaaten.⁶⁰⁶ Entsprechend der praktischen Bedeutung konzentriert sich die rechtswissenschaftliche Diskussion im U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht oftmals auf das Recht des Bundesstaates Delaware sowie den „Model Business Corporation Act“. Die einzelstaatlichen „corporation laws“ werden vom bundesstaatlichen „securities law“ ergänzt und mitunter überlagert.⁶⁰⁷

Die im vorliegenden Zusammenhang wichtigste Gesellschaftsform ist die „publicly held corporation“. Ihre Anteile sind weit gestreut und frei übertragbar. Sie ist insofern der Aktiengesellschaft als Publikumsgesellschaft vergleichbar.⁶⁰⁸ Die Geschäftsführung obliegt im Grundsatz dem „board of directors“. Bei „public corporations“ bestellt das „board“ „executive officers“, die für das eigentliche Tagesgeschäft zuständig sind.⁶⁰⁹ Damit unterscheidet sich die U.S.-amerikanische monistische Unternehmensverfassung im Ansatz zwar deutlich von der deutschen Trennung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat.⁶¹⁰ Jedoch bewegen sich beide Systeme unverkennbar aufeinander zu. Einerseits gibt es in den „boards“ großer U.S.-amerikanischer Gesellschaften längst eine faktische Aufgabenteilung zwischen Geschäftsführung und Aufsicht.⁶¹¹ Andererseits hat der Vorstandsvorsitzende in großen deutschen Unternehmen faktisch eine größere Bedeutung, als dies das durch § 77 Abs. 1 S. 2 AktG abgesicherte Kollegialprinzip vermuten ließe.⁶¹² Auch variiert die Funktion deutscher Aufsichtsräte in der Rechtswirklichkeit von reinen Aufsichtsorganen (in manchen großen Aktiengesellschaften) bis hin zu maßgeblichen Lenkungsorganen (in manchen Familienunternehmen).⁶¹³

Anfang in der Entscheidung des Supreme Court in Sachen *Paul v. Virginia*, 75 U.S. 168 (1868), nahm, s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 18 ff.

⁶⁰⁶ Näher *Merkt/Göthel*, Rdnr. 207 ff.

⁶⁰⁷ Zum „Securities Act“ von 1933 und dem „Securities Exchange Act“ von 1934 im Überblick s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 235 f. Zur Bedeutung der Offenlegungspflichten im „Williams Act“ in Bezug auf Übernahmeangebote s. *Assmann/Bozenhardt* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 1, 19 ff.; *Bittlingmayer* in: Bouckaert/De Geest (Hrsg.), S. 725, 739; *Kirchner*, BB 2000, 105, 107 f.; *Dimke*, S. 279 ff.

⁶⁰⁸ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 164, 252 ff.

⁶⁰⁹ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 567, 573, 605 ff.

⁶¹⁰ *Hopt* in: Immenga/Möschel/Reuter (Hrsg.), S. 909, 911; s. a. *Buxbaum* in: Feddersen/Hommelhoff/Schneider (Hrsg.), S. 65. Zu sonstigen Systemen der Geschäftsführung und Kontrolle in anderen Rechtsordnungen s. im Überblick *Windbichler*, ZGR 1985, 50, 66 ff. Allgemein zur Debatte um eine monistische oder dualistische Verwaltungsstruktur s. die Nachweise oben Teil 3, Fn. 449.

⁶¹¹ *Hopt* in: Immenga/Möschel/Reuter (Hrsg.), S. 909, 912; *Hopt/Leyens*, ECFR 2004, 135, 163; *Kort* in: *Hopt/Wiedemann* (Hrsg.), vor § 76 Rdnr. 2; *Merkt/Göthel*, Rdnr. 568, 605 ff.

⁶¹² *von Hein*, ZHR 166 (2002), 464; *Semler* in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 721, 727 ff., jeweils auch zu Parallelen zum U.S.-amerikanischen „chief executive officer“.

⁶¹³ *Hopt* in: Immenga/Möschel/Reuter (Hrsg.), S. 909, 912; *Kort* in: *Hopt/Wiedemann* (Hrsg.), vor § 76 Rdnr. 3; *Semler* in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 721, 725 ff.

Die Bestellung und Abberufung des „board of directors“ obliegt den Gesellschaftern, die auch für Entscheidungen in grundlegenden Angelegenheiten zuständig sind.⁶¹⁴ Die Unternehmensverfassung wird in den „articles of incorporation“ und – soweit weniger grundlegend – in den „bylaws“ festgelegt.⁶¹⁵ Änderungen der „articles of incorporation“ bedürfen im Regelfall der Zustimmung der Aktionärsversammlung,⁶¹⁶ während Änderungen der „bylaws“ oftmals auch vom „board of directors“ allein durchgeführt werden können.⁶¹⁷

Vor diesem allgemeinen Hintergrund lassen sich die U.S.-amerikanischen Regelungen zu Abwehrmaßnahmen („takeover defenses“) bei feindlichen Übernahmeangeboten („hostile takeovers“)⁶¹⁸ verstehen. Entsprechende Regelungen finden sich in den einzelstaatlichen Gesellschaftsrechten unter zwei Gesichtspunkten.⁶¹⁹ Einerseits geht es um Treuepflichten der Unternehmensleitung, andererseits um so genannte „anti-takeover statutes“ auf einzelstaatlicher Ebene.

⁶¹⁴ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 567, 571.

⁶¹⁵ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 280 ff., 328 ff. Zur Unterscheidung zwischen „articles of incorporation“ und „bylaws“ s. oben Teil 3, Fn. 472.

⁶¹⁶ § 10.03 (b) Model Business Corporation Act; *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1465 ff. Allerdings muss die Initiative zur Änderung regelmäßig vom „board of directors“ ausgehen; dazu unten Teil 3, bei Fn. 1052.

⁶¹⁷ Im Gesellschaftsrecht von Delaware können die Gesellschafter die „bylaws“ ändern. Allerdings kann dem „board of directors“ ebenfalls das Recht eingeräumt werden, die „bylaws“ zu ändern, § 109(a) General Corporation Law of Delaware. Genau die umgekehrte Regelung findet sich in § 10.20 (b) Model Business Corporation Act; s. a. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 570; *Buxbaum* in: *Schneider u.a. (Hrsg.)*, S. 1295, 1298 ff.

⁶¹⁸ Zu diesem Begriff s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1313.

⁶¹⁹ Im Folgenden werden nicht alle Vorschriften dargestellt, die im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten relevant werden können. Insbesondere bleiben bundesrechtliche Vorschriften des Kapitalmarktrechts außer Betracht, die das Verhältnis zwischen Bietergesellschaft und Anteilseignern der Zielgesellschaft betreffen. Zur Regelung dieses Verhältnisses sieht das Bundesrecht umfassende Anzeigepflichten, Wartefristen und Verkehrsbestimmungen („traffic rules“) vor. Da Bietergesellschaften ein starkes Interesse daran haben, möglichst viele Anteile an der Zielgesellschaft anonym zu erwerben, bevor ihre Übernahmeinteressen publik werden (s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1317), unterliegt eine Bietergesellschaft gemäß § 13(d) Securities Exchange Act vor der Ankündigung eines Übernahmeangebots einer Berichtspflicht an die „Securities Exchange Commission“, sobald sie über 5 % der Anteile einer Zielgesellschaft erworben hat. Weitere Offenlegungspflichten finden sich in § 14(d) Securities Exchange Act; s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1331 ff., 1339 ff. Da Bietergesellschaften nach dem öffentlichen Übernahmeangebot daran interessiert sind, die Übernahme schnell durchzuführen und Anteilseigner der Zielgesellschaft unter Zeitdruck setzen (s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1323 ff.), bestehen bundesrechtliche Vorschriften zur Bekämpfung unlauterer Bieterstrategien („traffic rules“), s. Rules 14d-7, 14d-8, 14e-1 sowie §§ 14(d)(6), 14(d)(7) Securities Exchange Act; dazu *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1343 ff. Schließlich können sich Anzeigepflichten hinsichtlich geplanter Übernahmen auch aus kartellrechtlichen Vorschriften, insbesondere aus dem „Hart-Scott-Rodino Act“, ergeben; s. dazu *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1360 ff. Zu Abwehrmaßnahmen unter der Transparenzvorschrift des § 14 (e) Securities Exchange Act s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1424.

Der Schwerpunkt gerichtlicher Kontrolle eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung gegen Übernahmeangebote liegt im U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht in der Interpretation von Treuepflichten unter Berücksichtigung der „business judgment rule“. Der Pflichtenkanon der Unternehmensleitung gegenüber den Anteilseignern einer Gesellschaft hat sich ursprünglich aus den „common law“-Regeln zur Haftung bei Fahrlässigkeit entwickelt.⁶²⁰ Im Gegensatz zu den europäischen Regelungen zur Neutralitätspflicht⁶²¹ geht es nach U.S.-amerikanischem Verständnis um die Frage, ob die Unternehmensleitung mit der Abwehrmaßnahme zum Nachteil der Anteilseigner bestimmte Treuepflichten („fiduciary duties“) verletzt hat.

Allerdings sind Entscheidungen des „board“ hinsichtlich Abwehrmaßnahmen nur eingeschränkt gerichtlich überprüfbar. Nach den Grundsätzen der „business judgment rule“ wird dem „board“ ein weiter Ermessensspielraum eingeräumt, wenn das „board“ unabhängig und angemessen informiert gehandelt hat und vernünftigerweise annehmen durfte, seine Entscheidung liege im besten Interesse der Gesellschaft.⁶²²

Im Vergleich zu sonstigen Aufgaben des „board“ besteht beim Ergreifen von Abwehrmaßnahmen eine besonders hohe Gefahr, dass das „board“ Interessenkonflikten zwischen Interessen der Gesellschaft und eigenen Interessen ausgesetzt ist. Daher wendet die Rechtsprechung in diesem Zusammenhang nicht die allgemeine „business judgment rule“ an, sondern schränkt deren Anwendungsbereich in mehrerlei Hinsicht ein.⁶²³ Zwar hat die Unternehmensleitung in der Übernahme-situation grundsätzlich Ermessen hinsichtlich der Entscheidung, ob sie Abwehrmaßnahmen ergreifen will oder nicht, solange die Übernahme noch nicht unabwendbar ist. Entschließt sich die Unternehmensleitung allerdings, Abwehrmaßnahmen zu ergreifen, sind diese einer gerichtlichen Kontrolle nur entzogen, wenn sowohl „board“ als auch „executive directors“ in der berechtigten Annahme handelten, dass von der Übernahme eine Gefahr für den Unternehmenserfolg der eigenen Gesellschaft ausgeht und wenn die Abwehrmaßnahme in einem angemessenen Verhältnis zu dieser Gefahr steht.⁶²⁴ Auch

⁶²⁰ Merkt/Göthel, Rdnr. 820, 827.

⁶²¹ Zu diesem Gegensatz s. Merkt, ZHR 165 (2001), 224, 234 ff.; Armour/Skeel, 95 Geo. L.J. 1727 (2007).

⁶²² Merkt/Göthel, Rdnr. 843 ff.; Schaefer/Eichner, NZG 2003, 150 ff. Allgemein zur „business judgment rule“ Fleischer in: Wank u.a. (Hrsg.), S. 827; von Hein, S. 913 ff.

⁶²³ Schaefer/Eichner, NZG 2003, 150 ff.; Kirchner, BB 2000, 105, 108; Assmann/Bozenhardt in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 1, 22; Merkt, ZHR 165 (2001), 224, 235; Paefgen, S. 368 ff.

⁶²⁴ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 954 ff. (Del. 1985); Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548, 554 (Del. 1964); Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 180 (Del. 1985); Merkt/Göthel, Rdnr. 1428 ff.; Möslin, S. 560 ff.; Liekefett, RIW 2004, 824, 833. Ist die Übernahme unabwendbar, muss das „board“ das bestmögliche Angebot für die Anteilseigner aushandeln und sich dabei im Wesentlichen an der Höhe der Gegenleistung orientieren; Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1985).

besteht eine Beweislastumkehr: Nicht der klagende Anteilseigner muss die Verletzung von Treuepflichten beweisen. Vielmehr muss die beklagte Unternehmensleitung beweisen, dass sie die „business judgment rule“ beachtet hat.⁶²⁵

Stellt das Gericht fest, dass nach diesem „intermediate standard“ eine Treuepflichtverletzung der Unternehmensleitung vorliegt, unterwirft das Gericht die Abwehrmaßnahme einer vollumfänglichen Inhaltskontrolle nach dem „entire fairness test“. Dabei wird untersucht, ob sich die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft gegenüber ihren Anteilseignern fair verhalten hat.⁶²⁶ Ist dies nicht der Fall, kann das Gericht die Abwehrmaßnahme für unzulässig erklären.⁶²⁷

Nach diesen Grundsätzen kann eine Abwehrmaßnahme beispielsweise rechtmäßig sein, wenn die Übernahme zu einer Zerschlagung der eigenen Gesellschaft führen würde, wenn die Bietergesellschaft unfaire Methoden anwendet oder wenn die Übernahme zu einer Überschuldung der eigenen Gesellschaft führen könnte.⁶²⁸ Dagegen kann ein Beschluss des „board“ über eine Abwehrmaßnahme gerichtlich aufgehoben werden, wenn ein persönliches wirtschaftliches Interesse der Mitglieder des „board“ an der Abwehrmaßnahme nachweisbar und die Entscheidung aus der Sicht der Anteilseigner unbillig („not fair“) ist.⁶²⁹ Dies ist bei Abwehrmaßnahmen beispielsweise der Fall, wenn das „board“ durch die Abwehrmaßnahme nur die eigenen Arbeitsplätze schützen wollte.⁶³⁰

Neben den gesellschaftsrechtlichen Treuepflichten der Unternehmensleitung werden Abwehrmaßnahmen bei feindlichen Übernahmeangeboten durch „anti-takeover statutes“ auf einzelstaatlicher Ebene reguliert. Heute finden sich in über 40 Bundesstaaten „anti-takeover statutes“. Diese Vorschriften können am besten durch eine politökonomische Analyse des einzelstaatlichen Gesetzgebungsprozesses erklärt werden.⁶³¹ Sie zielen darauf ab, eine Übernahme hei-

⁶²⁵ Paefgen, S. 235; Merkt, ZHR 165 (2001), 224, 368 f.

⁶²⁶ Merkt/Göthel, Rdnr. 1437.

⁶²⁷ In bestimmten Sonderfällen, beispielsweise bei Abwehrmaßnahmen mit Hilfe eines weißen Ritters (dazu oben Teil 3, bei Fn. 493), gelten abweichende Standards, s. Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1985). Zu den Einzelheiten genauer Merkt/Göthel, Rdnr. 1426 ff.

⁶²⁸ Dazu im Einzelnen Merkt/Göthel, Rdnr. 1430 ff.

⁶²⁹ Merkt/Göthel, Rdnr. 1426; Merkt, ZHR 165 (2001), 224, 235; von Bonin, S. 256 ff., 273 ff.; Empt, S. 83 ff.; Schaefer/Eichner, NZG 2003, 150 ff.

⁶³⁰ Merkt/Göthel, Rdnr. 1426.

⁶³¹ Manager einer Zielgesellschaft in einem bestimmten Bundesstaat haben einen stärkeren Einfluss auf die Legislative dieses Bundesstaats als eine Bietergesellschaft aus einem anderen Bundesstaat oder eine weit verstreute Anlegerschaft. Daher können Manager der Zielgesellschaft, denen oftmals an einer Verhinderung feindlicher Übernahmen gelegen ist, die heimische Legislative besser von der Notwendigkeit gesetzlicher Regelungen überzeugen, die feindliche Übernahmen erschweren. Außerdem ist zu beachten, dass sich oftmals die Geschäftstätigkeit einer Zielgesellschaft in ihrem Heimatstaat verringert, wenn sie von einer

mischer Unternehmen durch andere Unternehmen, die oftmals aus anderen Bundesstaaten kommen, zu erschweren. Werden bestimmte rechtliche Rahmenbedingungen eingehalten, halten diese Gesetze auch einer verfassungsrechtlichen Überprüfung stand.⁶³²

Kern heutiger „anti-takeover statutes“⁶³³ sind Vorschriften, die eine Übernahme für die Bietergesellschaft unattraktiv machen, weil sie die Vorzüge beseitigen, die aus dem Erwerb einer Kontrollmehrheit resultieren würden.⁶³⁴ Insgesamt sind fünf Gruppen von Vorschriften verbreitet:

- Erstens finden sich so genannte „fair price/supermajority statutes“. Durch solche Vorschriften will ein Bundesstaat sicherstellen, dass alle Anteilseigner einer heimischen Zielgesellschaft bei einer Übernahme für ihre Anteile einen bestimmten Mindestpreis („fair price“) erhalten. Diese Anforderung kann nur außer Kraft gesetzt werden, wenn eine qualifizierte Mehrheit der Anteilseigner („supermajority“) für die Übernahme stimmt.⁶³⁵ Dadurch soll verhindert werden, dass eine Bietergesellschaft zunächst Anteile zu einem hohen Preis kauft, um dann die restlichen Anteile zu einem niedrigen Preis zu erwerben.⁶³⁶ „Fair price/supermajority statutes“ finden sich heute in 27 Bundesstaaten.⁶³⁷
- Zweitens finden sich so genannte „business combination statutes“, die auch „freezeout statutes“ genannt werden. Solche Vorschriften untersagen gewisse Formen der Unternehmensentwicklung und -abwicklung für eine bestimmte Zeit (bis zu fünf Jahren) nach der Übernahme. Sie wollen insbesondere „highly leveraged takeovers“ verhindern, bei denen die Übernahme im Wesentlichen mit dem Liquidationserlös aus der Auflösung der Zielgesellschaft und Ähnlichem finanziert wird.⁶³⁸ Entsprechende Regelungen finden sich heute in 32 Bundesstaaten.⁶³⁹
- Drittens finden sich so genannte „control share acquisition statutes“. In diesen Vorschriften ist geregelt, dass die Aktionärsversammlung Stimmrechte der Bietergesellschaft nach der Übernahme beschränken oder ausschließen

Bietergesellschaft aus einem anderen Bundesstaat übernommen wird. Diese negativen Auswirkungen auf die regionale Wirtschaft führen zu einem Interesse des einzelstaatlichen Gesetzgebers, Übernahmen aus fremden Bundesstaaten zu verhindern; s. insgesamt *Romano*, 73 Va. L. Rev. 111 (1987); *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1366.

⁶³² *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*, 481 U.S. 69 (1987); *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1375 ff.;; *Wackerbarth*, WM 2001, 1741, 1751.

⁶³³ Zur Geschichte, insbesondere zur Entwicklung nach der Supreme Court-Entscheidung in *Sachen Edgar v. Mite Corp.*, 457 U.S. 624 (1982), s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1367.

⁶³⁴ Dazu im Einzelnen *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1368 ff.

⁶³⁵ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1369; *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 286.

⁶³⁶ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 286.

⁶³⁷ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 286.

⁶³⁸ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1370 f.; *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 286.

⁶³⁹ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 287.

kann.⁶⁴⁰ Entsprechende Regelungen finden sich heute in 26 Bundesstaaten.⁶⁴¹

- Viertens finden sich so genannte „constituency statutes“. Solche Vorschriften berechtigen oder verpflichten die „directors“ einer Zielgesellschaft, bei der Abwehr eines Übernahmeangebots auch die Interessen anderer Gruppen als der eigenen Aktionäre – beispielsweise Angestellte, Gläubiger, Abnehmer oder örtliche Einrichtungen – zu berücksichtigen. Entsprechende Regelungen finden sich heute in über 30 Bundesstaaten.⁶⁴²
- Schließlich finden sich vereinzelt so genannte „control share cash-out statutes“. Dadurch wird Anteilseignern, deren Anteile noch nicht von der Bietergesellschaft erworben wurden, ein Anspruch eingeräumt, diese ebenfalls an die Bietergesellschaft zu verkaufen. Entsprechende Regelungen finden sich aber nur in wenigen Bundesstaaten.⁶⁴³

Insgesamt bietet sich in den USA ein komplexes und uneinheitliches Bild der Regulierung eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen, das vornehmlich von den Gesellschaftsrechtssystemen der Einzelstaaten geprägt wird. Das Bundesrecht spielt im vorliegenden Zusammenhang nur eine untergeordnete Rolle.⁶⁴⁴ Die einzelstaatlichen Gesellschaftsrechte gewähren der Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft oftmals vergleichsweise große Freiheiten beim Ergreifen von Abwehrmaßnahmen.⁶⁴⁵

ff) Zusammenfassung

Betrachtet man den rechtlichen Rahmen für Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung gegen feindliche Übernahmeangebote, zeigt sich in den untersuchten Rechtsordnungen ein uneinheitliches Bild. In den USA werden Abwehrmaßnahmen im Schwerpunkt durch „weiche“ Verhaltensstandards,⁶⁴⁶ insbesondere durch Treuepflichten der Unternehmensleitung, kontrolliert. Dies führt in der Tendenz zu einer vergleichsweise weitgehenden Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen. Daneben beschränken einzelstaatliche „anti-takeover statutes“ die Möglichkeit von Unternehmensübernahmen teilweise erheblich. Diese Regelungen sind am besten mit einer politökonomischen Analyse zu erklären.

⁶⁴⁰ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1373; *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 287 f.; *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*, 481 U.S. 69 (1987).

⁶⁴¹ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 288.

⁶⁴² Welche genau Auswirkungen dies auf Übernahmen hat, ist allerdings unklar; s. *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1374.

⁶⁴³ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1372.

⁶⁴⁴ Dazu schon oben Teil 3, Fn. 619.

⁶⁴⁵ *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 579 (2003).

⁶⁴⁶ Allgemein zur Unterscheidung zwischen „rules“ und „standards“ s. unten Teil 3, bei Fn. 1277 ff.

In Großbritannien unterlag die Unternehmensleitung seit jeher einer strikten Neutralitätspflicht.⁶⁴⁷ Das strenge britische Übernahmerecht bildet damit den Gegenpol zur U.S.-amerikanischen Kontrolle durch Verhaltenspflichten.⁶⁴⁸ Zwischen diesen Polen bewegte sich lange Zeit Deutschland. In Deutschland wurde aus Vorschriften des WpÜG und des AktG eine grundsätzliche Neutralitätspflicht des Vorstands hergeleitet. Allerdings wurde sie durch mehrere Ausnahmen in § 33 WpÜG durchlöchert.

Mit der Verabschiedung der europäischen Übernahmerichtlinie wurde die deutsche Diskussion vom politischen Kompromiss eines jahrzehntelangen Ringens auf europäischer Ebene überlagert. Die europäische Übernahmerichtlinie sieht ein zweistufiges Optionsmodell für Neutralitätspflicht von Unternehmensleitung und Durchbrechungsregel vor, das sich durch Optionsmöglichkeiten sowohl von Mitgliedstaaten als auch von Gesellschaften auszeichnet.

In seiner endgültigen Fassung wird das Optionsmodell der Übernahmerichtlinie häufig kritisiert. Zwar mag man aus pragmatischer Perspektive einen Vorteil des Optionsmodells darin sehen, dass es im politischen Prozess eher mehrheitsfähig war als ein Einheitsmodell.⁶⁴⁹ Allerdings wurde eine wirkliche europaweite Harmonisierung des Übernahmerechts durch die zweistufige Ausgestaltung des Optionsmodells nicht erreicht.⁶⁵⁰ Auch der deutsche Gesetzgeber konnte den Zielkonflikt zwischen einer Liberalisierung des Markts für Unternehmensübernahmen und einer weitgehenden Zulässigkeit von Übernahmehindernissen, wie er im Optionsmodell der europäischen Übernahmerichtlinie angelegt und nicht gelöst wurde, nicht beheben.⁶⁵¹

Diese Kritik ist berechtigt. Sie wendet sich aber im Schwerpunkt gegen die erste Stufe des europäischen Optionsmodells, also die Möglichkeit der *Mitgliedstaaten*, aus Regelungen der Richtlinie heraus zu optieren.⁶⁵² Im vorliegenden Zusammenhang ist dies von geringem Interesse. Hier geht es um die Frage, ob *Anteilseigner* die Möglichkeit haben sollten, aus gesetzlichen Standard-Regelungen des Vertragsrechts heraus zu optieren.⁶⁵³ Hinsichtlich dieser Frage hat das Optionsmodell der Übernahmerichtlinie zumindest in der rechtswissenschaftlichen Debatte eine wichtige Funktion übernommen. Es hat die Debatte

⁶⁴⁷ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 535.

⁶⁴⁸ Zum Vergleich beider Regulierungskonzepte instruktiv *Armour/Skeel*, 95 Geo. L.J. 1727 (2007).

⁶⁴⁹ So *Bachmann*, JZ 2008, 11, 15.

⁶⁵⁰ *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1286, („kontraproduktive Beliebigkeit“, „Nebeneinander unverträglicher Konzepte“); *Kann/Just*, DStR 2006, 328, 330; *Ferrarini*, ECFR 2006, 147, 152, 168; *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 349; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 249 f.; *Leyens*, JZ 2007, 1061, 1068 f.; *Fuchs* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 22 Rdnr. 163; *Glade* in: *Heidel* (Hrsg.), § 33a WpÜG Rdnr. 5.

⁶⁵¹ *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1292.

⁶⁵² Dazu oben Teil 3, bei Fn. 559.

⁶⁵³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 418; s. a. *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 696.

auf die Frage gelenkt, ob optionales Vertragsrecht bei der Ausgestaltung von Regelungen hinsichtlich Abwehrmaßnahmen bei feindlichen Übernahmeangeboten grundsätzlich ein geeignetes Regulierungsinstrument ist.

Dieser Frage soll im Folgenden nachgegangen werden. Es geht nicht darum, die konkrete Ausgestaltung des Optionsmodells in der Übernahmerrichtlinie oder im deutschen WpÜG aus einer rechtsökonomischen Perspektive auf ihre Zweckmäßigkeit zu überprüfen.⁶⁵⁴ Vielmehr soll das europäische Optionsmodell zum Anlass genommen werden, allgemein zu untersuchen, welche Rolle optionalem Vertragsrecht bei der Ausgestaltung von Regelungen bezüglich eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen⁶⁵⁵ der Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft zukommen kann. Am Ende geht es um die Entwicklung einer Theorie optionaler Rechtsetzung, die anhand eines Beispiels aus dem Übernahmerecht und abstrahiert von speziellen Eigenheiten nationaler Rechtssysteme entfaltet wird.

Zu diesem Zweck ist zunächst der ökonomische Hintergrund zu beleuchten, der erklärt, ob und in welchem Umfang gesetzliche Regelungen für Abwehrmaßnahmen überhaupt notwendig sind (unten Teil 3, D.II.2.b), S. 155). Erst danach kann die Frage beantwortet werden, welche Rolle optionales Ver-

⁶⁵⁴ Daher wird die übernahmerechtliche Problemstellung auch nicht in jeder Dimension ausgeleuchtet. Beispielsweise widmet sich die folgende Untersuchung nicht der Frage, welche Verbindung zwischen dem Übernahmerecht und einem Wettbewerb zwischen verschiedenen Gesellschaftsrechtsordnungen besteht (so genanntes „level playing field“-Argument); s. dazu *Bebchuk/Ferrell*, 99 Colum. L. Rev. 1168, 1193 ff. (1999); *Bebchuk/Ferrell*, 87 Va. L. Rev. 111 (2001); *Wackerbarth*, WM 2001, 1741, 1752; *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 226 f.; *Hertig/McCabery* in: *Ferrarini/Wymeersch* (Hrsg.), S. 119, 121, 124 ff.; *Fleischer* in: *Fleischer/Kalss*, S. 41; *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 44. Auch widmet sich die Untersuchung nicht der Frage, welche Kosten bei der Umstellung von einem System zwingender gesellschaftsrechtlicher Vorschriften zu einem System optionaler Vorschriften entstehen; dazu *Hertig/McCabery* in: *Ferrarini/Wymeersch* (Hrsg.), S. 119, 120, 123, 131 ff.; *Spindler*, AG 1998, 53, 74. Schließlich liefert die Untersuchung keine politökonomische Analyse des Gesetzgebungsprozesses im Übernahmerecht; dazu *Armour/Skeel*, 95 Geo. L.J. 1727 (2007); *Bebchuk/Ferrell*, 87 Va. L. Rev. 111 (2001); s. weiterhin *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301, 312.

⁶⁵⁵ Die folgende Untersuchung konzentriert sich auf eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft. Ob und in welchem Umfang andere Übernahmehindernisse wie Stimmrechtsbeschränkungen, Höchst- und Mehrfachstimmrechte und Ähnliches durch eine Durchbrechungsregel oder ein ähnliches Instrument außer Kraft gesetzt werden sollten, bleibt außer Betracht. Zu dieser Diskussion um den Grundsatz „one share – one vote“ aus rechtsökonomischer Perspektive *Adams*, AG 1990, 63, 66 ff.; *Hertig/McCabery*, EBOR 2003, 179, 201 ff.; *Ferrarini*, ECFR 2006, 147; *Becht/Bolton/Röell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 829, 850 f., 885; Europäische Kommission, SEC (2007) 1705, S. 14 ff.; *Hopt* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 104, 114 f.; *Hertig/McCabery* in: *Ferrarini u.a.* (Hrsg.), S. 21, 36 ff., *McCabery u.a.* in: *Ferrarini u.a.* (Hrsg.), S. 575, 622 ff.; *Ruffner*, S. 537 ff., jeweils m.w.N.; s. a. unten Teil 3, Fn. 865. Auch Reziprozitätsregelungen, wie sie Art. 12 der Übernahmerrichtlinie untersucht, werden im weiteren Verlauf nicht systematisch beleuchtet; dazu aus rechtsökonomischer Perspektive *Becht* in: *Ferrarini u.a.* (Hrsg.), S. 647; *Coates* in: *Ferrarini u.a.* (Hrsg.), S. 676; *Mülbert* in: *Ferrarini u.a.* (Hrsg.), S. 711.

tragsrecht in einem solchen Umfeld spielen kann (unten Teil 3, D.II.2.c), S. 200) und welche Lehren aus dieser Diskussion für eine allgemeine Rechtsetzungslehre zwingenden Vertragsrechts gezogen werden können (unten Teil 3, D.III, S. 263).

b) Eigenmächtige Abwehrmaßnahmen aus rechtsökonomischer Sicht

aa) Einführung

Im weiteren Verlauf der Untersuchung wird sich zeigen, dass die rechtsökonomische Analyse zu einer differenzierten Bewertung eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung führt. Um diese Bewertung vornehmen zu können, muss zunächst untersucht werden, unter welchem Blickwinkel die ökonomische Analyse das Gesellschaftsrecht betrachtet. Mit der Analyse eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen widmet sich die Untersuchung einer (zumindest auch)⁶⁵⁶ gesellschaftsrechtlichen Fragestellung. Damit will die Untersuchung unter dem Blickwinkel optionalen Vertragsrechts einen Beitrag zu einer vertragsrechtlichen Rechtsetzungslehre leisten.

Daher ist zunächst zu untersuchen, ob die Rechtsökonomie gesellschaftsrechtliche Fragestellungen überhaupt als Teil des Vertragsrechts versteht (unten Teil 3, D.II.2.b)bb)(1), S. 155). Auch muss untersucht werden, wie die Rechtsökonomie das Innenleben einer Gesellschaft analysiert (unten Teil 3, D.II.2.b)bb)(2), S. 160). Weiterhin ist zu fragen, welche Ziele die Unternehmensleitung bei ihren Handlungen aus einer rechtsökonomischen Perspektive verfolgen sollte (unten Teil 3, D.II.2.b)bb)(3), S. 164). Sind diese Bausteine einer rechtsökonomischen Theorie des Gesellschaftsrechts entwickelt, können die Wohlfahrtsauswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung untersucht werden (unten Teil 3, D.II.2.b)cc), S. 179).

bb) Grundlagen der ökonomischen Analyse im Gesellschaftsrecht

(1) Gesellschaftsrecht als Vertragsrecht

Wenn die vorliegende Untersuchung ein Problem aus dem Gesellschaftsrecht heranzieht, um die Möglichkeiten und Grenzen optionalen Vertragsrechts im Vergleich zu zwingendem Vertragsrecht zu analysieren, mag dies auf den ersten Blick problematisch erscheinen. Die deutsche Gesellschaftsrechtswissenschaft hat das Gesellschaftsrecht oftmals einerseits als das Recht „zweckgerichteten Zusammenwirken[s] aufgrund privatrechtlichen Vertrags“,⁶⁵⁷ andererseits als das „Recht der privaten Zweckverbände oder der privaten Organisationen“⁶⁵⁸ verstanden. Im Gesellschaftsrecht treffen Fragen des Personen-, Kooperations-,

⁶⁵⁶ Zur Stellung des Übernahmerechts zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht s. oben Teil 3, Fn. 464.

⁶⁵⁷ Schmidt, S. 3.

⁶⁵⁸ Schmidt, S. 3.

Organisations- und Schuldrechts zusammen.⁶⁵⁹ Aus dieser Gemengelage resultieren Diskussionen um die Rechtsnatur der Satzung,⁶⁶⁰ um einen möglichen überindividuellen Verbandszweck bei Kapitalgesellschaften,⁶⁶¹ um das Gesellschaftsrecht als Verbandsrecht⁶⁶² und um die Rechtsträgereigenschaft der Gesellschaft bürgerlichen Rechts.⁶⁶³ Auch die Diskussionen im 19. Jahrhundert um die Rechtsnatur der juristischen Person sind vor diesem Hintergrund zu verstehen.⁶⁶⁴

Aus rechtsökonomischer Perspektive erscheint es dennoch gerechtfertigt, Probleme zwingenden Vertragsrechts anhand gesellschaftsrechtlicher Beispiele zu analysieren. Entsprechend ihrer allgemeinen Ausrichtung⁶⁶⁵ denkt die rechtsökonomische Analyse das Gesellschaftsrecht von den beteiligten Individuen her. Ein überindividueller Verbandszweck existiert in einer solchen streng individualistischen Denkweise nicht.⁶⁶⁶ Die Verfolgung eines solchen analytischen Ansatzes verspricht, auch für die deutsche Gesellschaftsrechtswissenschaft fruchtbar zu sein.⁶⁶⁷ Dem steht der zwingende Charakter vieler Regelungen im Aktienrecht (§ 23 Abs. 5 AktG) nicht entgegen. Der Charakter eines Vertrags ändert sich nicht dadurch, dass der Gesetzgeber manche oder viele Vorgaben hinsichtlich des Vertragsinhalts macht.⁶⁶⁸

Eine solche Sichtweise bedeutet nicht notwendigerweise, dass wichtige Aspekte des Gesellschaftsrechts in der rechtsökonomischen Analyse ausgeblendet würden. In den letzten 100 Jahren hat die ökonomische Analyse der Gesellschaft⁶⁶⁹ versucht, die Anzahl der beteiligten Marktteilnehmer kontinuierlich

⁶⁵⁹ Schmidt, S. 4; Kübler/Assmann, S. 4; Wiedemann in: Lutter/Wiedemann (Hrsg.), S. 5, 6; Zöllner, AG 2003, 2; Fleischer, ZHR 168 (2004), 673, 683 f.; Mülberr, S. 55 ff.; Hey, S. 25 ff. Ähnlich der Befund zum schweizerischen Gesellschaftsrecht von Ruffner, S. 127.

⁶⁶⁰ Schmidt, S. 75 ff.; Flume, Juristische Person, S. 315 ff.

⁶⁶¹ Schmidt, S. 60 ff.

⁶⁶² Schmidt, S. 167 ff.; Mülberr, S. 74 ff.

⁶⁶³ BGH NJW 2001, 1056; Kübler/Assmann, S. 45, 52 ff.; Schmidt, S. 181 ff.

⁶⁶⁴ Schmidt, S. 186 ff.

⁶⁶⁵ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 100.

⁶⁶⁶ Eidenmüller, JZ 2001, 1041, 1042; Ruffner, S. 129 f.; Empt, S. 146 f.; Zöllner, AG 2003, 2, 9; Mülberr in: Crezelius/Hirte/Vieweg (Hrsg.), S. 421, 431 ff.; Engert in: Lorenz u.a. (Hrsg.), S. 87, 90; Kirchner, WM 2000, 1821, 1824; Kuhner, ZGR 2004, 244, 258; Ruffner, S. 150; s.a. unten Teil 3, Fn. 687. Zu daraus entstehenden Problemen s. unten Teil 4, A.I.4, S. 320. Zur Perspektive der Neuen Institutionenökonomie s. Kirchner in: Damm/Heermann/Veil (Hrsg.), S. 181.

⁶⁶⁷ Ebenso die Einschätzung von Eidenmüller, JZ 2001, 1041; Zöllner, AG 2003, 2, 9 ff., 12; Empt, S. 141 f.; Kübler in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), S. 321, 323; Spindler, AG 1998, 53, 74; Engert in: Lorenz u.a. (Hrsg.), S. 87, 90; s.a. Ruffner; S. 127 f.

⁶⁶⁸ Empt, S. 147 f., mit Verweisen auf das Wohnraummiet- und das Verbraucherschutzrecht; Ruffner, S. 171; skeptisch Wiedemann in: Lutter/Wiedemann (Hrsg.), S. 5, 6.

⁶⁶⁹ Im ökonomischen Sprachgebrauch wird oftmals von der Firma oder dem Unternehmen gesprochen, weil es um die „theory of the firm“ geht. Um eine einheitliche Begriffsbildung in der Arbeit sicherzustellen, wird im Folgenden oftmals der Begriff der Gesellschaft verwendet.

zu steigern, die in den jeweiligen ökonomischen Modellen berücksichtigt werden. Dabei lassen sich in historischer Betrachtung vier Entwicklungsstufen der ökonomischen Theorie identifizieren.⁶⁷⁰

Auf erster Stufe steht die neoklassische Betrachtung der Gesellschaft. Die herkömmliche neoklassische Theorie dachte die Gesellschaft von ihren Managern aus. Manager kaufen Inputs (Kapital, Arbeit, Rohstoffe) und verkaufen Outputs (Produkte, Dienstleistungen) auf Spotmärkten. Sie wählen einen Produktionsplan aus, der den Gewinn der Anteilseigner der Gesellschaft maximiert.⁶⁷¹ Gesellschaften sind also Institutionen, in denen verschiedene Input-Ressourcen miteinander kombiniert werden, um auf Absatzmärkten Leistungen zu erstellen und zu einem Preis zu verkaufen, der über der Summe der alternativen Erträge liegt, falls die Ressourcen anderweitig eingesetzt würden.⁶⁷² In einer Gesellschaft können Renten⁶⁷³ entstehen, wenn eine Gesellschaft besondere Ressourcen oder Fähigkeiten besitzt, die sie von Wettbewerbern abhebt. Ob Renten tatsächlich erwirtschaftet werden können, hängt unter anderem davon ab, wer innerhalb einer Gesellschaft über die Beschaffung und Verwendung von Ressourcen bestimmen kann.⁶⁷⁴

Diese neoklassische Theorie kann die internen Abläufe und Konflikte innerhalb einer Gesellschaft nicht abbilden.⁶⁷⁵ Eine solche Analyse des Innenlebens der Gesellschaft wurde erst durch die Prinzipal-Agenten-Theorie möglich, auf die noch eingegangen wird.⁶⁷⁶ Die neoklassische Theorie kann auch nicht erklären, unter welchen Bedingungen und in welchem Umfang sich Gesellschaften in einer freien Marktwirtschaft überhaupt bilden.

Angesichts dieser Schwachstellen einer neoklassischen Betrachtung widmete sich auf der zweiten Entwicklungsstufe der ökonomischen Analyse von Gesellschaften die Theorie der Firma⁶⁷⁷ der Analyse der Außengrenzen der Gesell-

⁶⁷⁰ Einen exzellenten Überblick über die Entwicklung der ökonomischen Theorie gibt Hart, 89 Colum. L. Rev. 1757 (1989); s. a. Ruffner, S. 129 ff.; Emt, S. 142 ff.

⁶⁷¹ Hart, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1758 (1989); Ruffner, S. 129.

⁶⁷² Schmidt/Weiß in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 112.

⁶⁷³ Allgemein ist die Konsumentenrente ein Maß der Vorteile, die sich für alle Konsumenten zusammengenommen aus einem Gütertausch ergeben. Sie lässt sich als die Differenz zwischen dem Vorbehaltspreis (dazu oben Teil 2, Fn. 152) und dem Preis begreifen, den der Konsument tatsächlich zahlt. Dagegen ist die Produzentenrente das Maß des Nettonutzens aller Produzenten und lässt sich als die Differenz zwischen dem Betrag, zu dem der jeweilige Produzent das Gut tatsächlich verkauft hat, und dem Betrag begreifen, zu dem der Produzent das Gut gerade noch verkaufen würde (also den Grenzkosten); s. dazu Pindyck/Rubinfeld, S. 132 ff., 310 f.; van Aaken, S. 222 f. Dabei ist zwischen der Nettorente des einzelnen Konsumenten beziehungsweise Produzenten und der aggregierten Konsumenten- beziehungsweise Produzentenrente zu unterscheiden, s. Varian, S. 249.

⁶⁷⁴ Schmidt/Weiß in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 112.

⁶⁷⁵ Hart, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1758 (1989).

⁶⁷⁶ Dazu unten Teil 3, D.II.2.b)bb)(2), S. 160.

⁶⁷⁷ Zur Verwendung der Begriffe Firma und Gesellschaft s. oben Teil 3, Fn. 669. Es geht nicht um die Firma im handelsrechtlichen Sinne.

schaft. Die Theorie der Firma interessiert sich für die Abgrenzung von Gesellschaft und Markt als alternative Mechanismen zur Güterproduktion.⁶⁷⁸ In seinem bahnbrechenden Beitrag zur „nature of the firm“ zeigte *Ronald Coase*, dass eine Transaktion innerhalb einer Gesellschaft stattfindet, wenn die Transaktionskosten⁶⁷⁹ dort niedriger sind als bei einer Transaktion über den Markt. Gesellschaften sind damit Institutionen zur Senkung von Transaktionskosten.⁶⁸⁰

Auch die Theorie der Firma sieht sich gewichtigen Einwänden ausgesetzt. Die Theorie der Firma von *Coase* beruht auf der Annahme, dass es einen Gegensatz zwischen Vertrag und Organisation gibt. Hierarchiestrukturen bilden in der Theorie von *Coase* ein wichtiges Charakteristikum einer Gesellschaft.⁶⁸¹

Erst die dritte Entwicklungsstufe der ökonomischen Analyse von Gesellschaften überwindet diese Vorstellung. In der Theorie der Gesellschaft als einem Netzwerk von Verträgen („nexus of contracts“) wird eine Gesellschaft nicht mehr als eine hierarchische Organisationsstruktur aufgefasst, in der Arbeitnehmer der Unternehmensleitung untergeordnet sind. Vielmehr besteht die Gesellschaft aus einem Netzwerk von Verträgen, an dem neben den Mitgliedern der Unternehmensleitung und Arbeitnehmern auch Anteilseigner, Lieferanten, Abnehmer, Gläubiger und sonstige Dritte beteiligt sind.⁶⁸² Der Begriff des „Vertrags“ ist in diesem Zusammenhang nicht notwendigerweise im juristischen Sinne zu verstehen. Im ökonomischen Verständnis liegt ein Vertrag schon in einer Beziehung, die durch reziproke Erwartungen und Verhaltensweisen gekennzeichnet ist.⁶⁸³ Der Versuch der Theorie der Firma im Sinne von *Coase*,

⁶⁷⁸ Zu jüngeren Versuchen, neben der Gesellschaft und dem Markt noch einen weiteren Mechanismus zur Güterproduktion – die „peer-based production“ – zu stellen, s. *Benkler*, 112 Yale L.J. 369 (2002).

⁶⁷⁹ Zu diesem Begriff s. oben Teil 2, bei Fn. 132 ff.

⁶⁸⁰ *Coase*, *Economica* 4 (1937), 386.

⁶⁸¹ *Coase*, *Economica* 4 (1937), 386, 388; *Hart*, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1760 ff. (1989).

⁶⁸² Grundlegend *Jensen/Meckling*, *J. Fin. Econ.* 3 (1976), 305.

⁶⁸³ *Hart*, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1764 Fn. 30 (1989); *Gordon*, 89 Colum. L. Rev. 1549 (1989); *Zöllner*, AG 2003, 2, 10; s. a. *von Hein*, S. 621 f. Instrukтив *Bainbridge*, 88 Iowa L. Rev. 1, 10 f. (2002): „The name ‚nexus of contracts‘ is somewhat unfortunate. For lawyers, the term ‚contracts‘ carries with it all of the baggage learned in Contracts class during the first year of law school. Among that baggage are two particularly problematic features. First, the word ‚contract‘ focuses attention on legal notions such as consideration and mutuality. Second, the word ‚contract‘ mainly seems to invoke transactions on spot markets that are thick and relatively untroubled by asymmetric information. Neither has much to do with the internal governance of corporations. As used by contractarians, however, the term is not limited to relationships constituting legal contracts. Instead, contractarians use the word ‚contract‘ to refer generally to long-term relationships characterized by asymmetric information, bilateral monopoly, and opportunism. The relationship between shareholders and creditors of a corporation is contractual in this sense, even though there is no single document we could identify as a legally binding contract through which they are in privity.“

zwischen Transaktionen innerhalb einer Firma und Transaktionen zwischen Firmen zu unterscheiden, betont eine Grenze zwischen Firma und Markt, die sich an der Organisationsstruktur festmachen ließe.⁶⁸⁴ Eine solche Grenze existiert nicht. Die Firma ist nur eine rechtliche Fiktion,⁶⁸⁵ ein rechtlich fingiertes Bündel einzelner Vertragsverhältnisse.

Demnach stellt eine Publikumsgesellschaft ein komplexes Netzwerk von Vertragsbeziehungen auf Eigenkapital-, Fremdkapital-, Arbeits- und Gütermärkten dar, das die Vertragspartner zur Verfolgung gemeinsamer und auch gegenläufiger Interessen schließen.⁶⁸⁶ Daraus folgt einerseits, dass es kein Verhalten einer Gesellschaft als Ganzes gibt. Vielmehr „verhält“ sich eine Gesellschaft wie ein Markt, also als Ergebnis eines komplexen Gleichgewichtsprozesses.⁶⁸⁷ Daraus folgt andererseits, dass es keinen Eigentümer einer Gesellschaft geben kann. Insbesondere sind die Anteilseigner nicht „Eigentümer“ der Gesellschaft.⁶⁸⁸ Vielmehr stehen alle Inputfaktoren einer Gesellschaft im Eigentum des jeweiligen Vertragspartners.⁶⁸⁹

Diese Aussage der Theorie der Gesellschaft als einem Netzwerk von Verträgen trifft allerdings nur unter recht restriktiven Annahmen zu. Insbesondere gilt sie nur, wenn alle Verträge in dem Netzwerk vollständige Verträge im ökonomischen Sinne sind.⁶⁹⁰ In der Realität sind vertragliche Beziehungen in Gesellschaften regelmäßig unvollständig.⁶⁹¹ Sie sind Beispiel für relationale Verträge.⁶⁹² Den Vertragsparteien ist es aufgrund hoher Transaktionskosten, unvorhersehbarer zukünftiger Entwicklungen und beschränkter Rationalität⁶⁹³

⁶⁸⁴ Hart, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1764 (1989); Ruffner, S. 130; Zöllner, AG 2003, 2, 11.

⁶⁸⁵ Jensen/Meckling, J. Fin. Econ. 3 (1976), 305, 311: „The private corporation is simply a form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships ...“; Baums/Hecker in: Baums/Thoma (Hrsg.), § 3 Rdnr. 31.

⁶⁸⁶ Ruffner, S. 156; Adams, AG 1990, 243, 247; Eidenmüller, JZ 2001, 1041, 1043; Spindler, AG 1998, 53, 58. Umfassende Kritik bei von Hein, S. 619 ff.

⁶⁸⁷ Jensen/Meckling, J. Fin. Econ. 3 (1976), 305, 311: „... the personalization of the firm implied by asking questions such as ‚what should be the objective function of the firm‘ ... is seriously misleading. The firm is not an individual ... The ‚behavior‘ of the firm is like the behavior of a market, i.e., the outcome of a complex equilibrium process.“ Zur individualistischen Fundierung der Rechtsökonomie im Allgemeinen s. oben Teil 2, bei Fn. 100. Zu daraus entstehenden Problemen s. unten Teil 4, A.I.4, S. 320.

⁶⁸⁸ Empt, S. 145 f.

⁶⁸⁹ Ruffner, S. 135.

⁶⁹⁰ Ruffner, S. 135. Allgemein zur Theorie unvollständiger Verträge s. oben Teil 2, C.IV.4, S. 37.

⁶⁹¹ Fleischer, ZHR 168 (2004), 673, 683. Daher sieht Klausner, 31 J. Corp. L. 779, 781, 796 (2006), den historischen Wert der Theorie der Gesellschaft als Netzwerk von (vollständigen) Verträgen in dem Verdienst, auf Marktunvollkommenheiten und fehlende empirische Untersuchungen hingewiesen zu haben. Damit nimmt die Theorie im rechtsökonomischen Diskurs eine ähnliche Funktion wie das Coase-Theorem oder das Modigliani-Miller-Theorem ein; s. oben Teil 2, Fn. 171.

⁶⁹² Dazu oben Teil 2, bei Fn. 188.

⁶⁹³ Zu diesen Gründen für die Unvollständigkeit von Verträgen s. oben Teil 2, bei Fn. 179 ff.

oftmals unmöglich, alle zukünftigen Eventualitäten *ex ante* einer vertraglichen Regelung zuzuführen. Wegen der unbeschränkten Dauer, auf die eine Gesellschaft oftmals angelegt ist, ist es weder möglich noch sinnvoll, alle denkbaren zukünftigen Ereignisse, Umweltzustände und deren Handlungsfolgen in einem Vertrag vorab zu regeln.⁶⁹⁴ Dies führt zur allgemeinen Gefahr unvollständiger Verträge, dass Vertragsparteien Vertragslücken opportunistisch ausnutzen, dass dies von anderen Vertragspartnern antizipiert wird und dadurch aus einer Wohlfahrtsperspektive zu selten Gesellschaften gegründet werden.⁶⁹⁵

Diesem Problem widmet sich die vierte Entwicklungsstufe der ökonomischen Analyse von Gesellschaften. Die Theorie unvollständiger Verträge zeigt, dass durch die Zuweisung residualer Verfügungsrechte die Lücken in unvollständigen Verträgen geschlossen und die Gefahren opportunistischen Verhaltens gebannt werden können.⁶⁹⁶ In einem solchen Umfeld stellt der Gesetzgeber im Gesellschaftsrecht Entscheidungsregeln zur Verfügung, aufgrund derer die Beteiligten nach Vertragsschluss Modifikationen vornehmen können, welche die Risikoallokation zwischen den Beteiligten an veränderte Bedingungen anpasst.⁶⁹⁷ In einem solchen Umfeld kann wieder vom Eigentum an einer Gesellschaft gesprochen werden. Es steht den Inhabern der residualen Verfügungsrechte zu, die nach Vertragsschluss alle Entscheidungen treffen dürfen, welche nicht explizit durch Vertrag oder Gesetz geregelt sind. Im Gegensatz zur Theorie der Gesellschaft als einem Netzwerk von Verträgen spielen für die Theorie des Gesellschaftsrechts als Zuweisung residualer Verfügungsrechte Eigentumskonzeptionen wieder eine Rolle.⁶⁹⁸

(2) Gesellschaften als Prinzipal-Agenten-Beziehungen

Zwar zeigt die Theorie unvollständiger Verträge auf, dass die Zuweisung residualer Verfügungsrechte durch das Gesellschaftsrecht notwendig ist, um die Gefahr opportunistischen Verhaltens durch Vertragspartner zu bannen. Damit ist aber noch nicht die Frage beantwortet, wem diese Verfügungsrechte zugewiesen werden sollten. Bevor dies geschehen kann,⁶⁹⁹ muss zunächst ein weiterer Baustein zur ökonomischen Analyse des Gesellschaftsrechts hinzugefügt werden: die Prinzipal-Agenten-Theorie.⁷⁰⁰

In einer bahnbrechenden Untersuchung wiesen *Adolf Berle* und *Gardiner Means* im Jahr 1932 auf die Trennung von Eigentum und Kontrolle hin, die für

⁶⁹⁴ *Ruffner*, S. 133; *Empt*, S. 513.

⁶⁹⁵ Zu diesem allgemeinen Problem unvollständiger Verträge s. oben Teil 2, bei Fn. 184 ff.

⁶⁹⁶ Dazu allgemein oben Teil 2, bei Fn. 191 ff.

⁶⁹⁷ *Ruffner*, S. 164.

⁶⁹⁸ *Hart*, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1766 (1989). Zur Frage, wie sich die Zuweisung von Verfügungsrechten in einer Theorie der Firma ändern muss, wenn man Fairness-Präferenzen berücksichtigt, s. *Fehr/Krembelmer/Schmidt*, Econ. J. 118 (2008), 1262.

⁶⁹⁹ Dazu unten Teil 3, D.II.2.b)bb)(3), S. 164.

⁷⁰⁰ Dazu allgemein oben Teil 2, C.IV.3, S. 35.

die U.S.-amerikanische „corporation“ schon damals typisch war. In der typischen Publikumsgesellschaft steht der anonymen Masse von Anteilseignern eine Unternehmensleitung gegenüber. Der einzelne Anteilseigner kann die Unternehmensleitung praktisch nicht kontrollieren.⁷⁰¹ Die Untersuchung von *Berle* und *Means* ist bis heute für die rechtsökonomische Analyse im Gesellschaftsrecht grundlegend.⁷⁰²

Die Untersuchung wirft zwei Fragen auf. Einerseits ist zu fragen, welchen Anreiz Anteilseigner überhaupt haben, einer Gesellschaft Kapital zur Verfügung zu stellen, wenn sie diese nachher nicht wirksam kontrollieren können. Dies wird regelmäßig damit beantwortet, dass die Beziehung zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern eine effiziente Form der Arbeitsteilung ist. Kapitalgeber überlassen ihre Mittel professionellen Managern, von deren speziellen Fähigkeiten sie profitieren. Kapitalgeber müssen nicht selbst Zeit und Arbeitskraft investieren, um entsprechende Management-Fähigkeiten zu erwerben. Dagegen können Manager Kapital sammeln, über das sie persönlich nicht verfügen.⁷⁰³

Andererseits wirft die Untersuchung von *Berle* und *Means* die Frage auf, welche Möglichkeiten den Anteilseignern zur Verfügung stehen, die Unternehmensleitung doch bis zu einem gewissen Maß zu kontrollieren. Dies ist ein typisches Problem der Prinzipal-Agenten-Theorie.⁷⁰⁴ Die rechtsökonomische Analyse versteht Gesellschaften regelmäßig als ein Konglomerat von Prinzipal-Agenten-Beziehungen.⁷⁰⁵ Im Verhältnis zwischen Anteilseignern und Unternehmensleitung einer Gesellschaft sind die Anteilseigner der Prinzipal und die Mitglieder der Unternehmensleitung die Agenten.⁷⁰⁶

⁷⁰¹ *Berle/Means*. Die Erkenntnis ist freilich nicht neu; s. *Mestmäcker*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, S. 3, mit Verweis auf *Adam Smith*, Book V, Chapter I, Part III, Article I, S. 264 f.

⁷⁰² S. nur *Tirole*, Corporate Finance, 15 („pathbreaking book“); *Romano*, 36 Stan. L. Rev. 923 (1984) („the last major work of original scholarship“); *Merkt/Göthel*, Rdnr. 51 m.w.N.; *Shleifer/Vishny*, J. Fin. 52 (1997), 737, 740 ff. Paradigmatisch *Kraakman u.a.*, S. 21 ff., die ihre umfassende Analyse des Gesellschaftsrechts auf drei Prinzipal-Agenten-Beziehungen (Gesellschafter – Manager, Mehrheitsgesellschafter – Minderheitsgesellschafter, Gesellschaft – Dritte (Gläubiger, Arbeitnehmer, Kunden)) aufbauen. Zurückhaltender hinsichtlich der Anwendbarkeit auf europäische Fragestellungen *Hertig* in: *Baums/Hopt/Horn* (Hrsg.), S. 265, 273; s. dazu auch unten Teil 3, bei Fn. 813 ff.

⁷⁰³ *Ruffner*, S. 131; *Empt*, S. 164.

⁷⁰⁴ Dazu allgemein oben Teil 2, C.IV.3, S. 35.

⁷⁰⁵ Exemplarisch *Kraakman u.a.*, S. 1 ff., 21 ff.; *Becht/Bolton/Röell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 829, 842. Monographisch jüngst *Arnold*.

⁷⁰⁶ Dass zwischen den Anteilseignern und den Mitgliedern der Unternehmensleitung nach deutschem Gesellschaftsrecht kein direkter Vertrag besteht, sondern die Gesellschaft zwischengeschaltet ist, ändert nichts an der rechtsökonomischen Analyse; s. *Zöllner*, AG 2003, 2, 10. Mit der Untersuchung der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Anteilseignern und Unternehmensleitung ist die Anwendung der Prinzipal-Agenten-Theorie auf das Gesellschaftsrecht nicht erschöpft. Auch die Beziehungen zwischen Mehrheits- und Minder-

Mitglieder der Unternehmensleitung verfügen oftmals über Informationen, über die die Anteilseigner nicht verfügen. Auch können die Anteilseigner die einzelnen Handlungen der Unternehmensleitung oftmals nicht beobachten und auch nicht im Nachhinein zweifelsfrei auf die Handlungen zurückschließen. Solche verborgenen Handlungen⁷⁰⁷ führen zum moralischen Risiko,⁷⁰⁸ dass die Unternehmensleitung als Agent ihren Informationsvorsprung zur Verfolgung eigener Ziele missbraucht.⁷⁰⁹ Dies kann sich darin äußern, dass die Unternehmensleitung notwendige Kostenreduzierungen nicht einleitet, weil dies für deren Mitglieder persönlich unangenehm oder zu arbeitsaufwendig ist.⁷¹⁰ Auch kann es für die Mitglieder der Unternehmensleitung individuell rational sein, ihr Vermögen direkt oder indirekt durch überhöhte Gehälter, niedrigeren Arbeitsinsatz oder übertriebenen Repräsentationsaufwand zu mehren.⁷¹¹ Weiterhin können Mitglieder der Unternehmensleitung zu Lasten der Anteilseigner Investitionen tätigen, die den eigenen Einfluss vergrößern („empire building“).⁷¹² Schließlich können Mitglieder der Unternehmensleitung gezielt versuchen, ihre Position zu sichern, indem sie sich für die Anteilseigner unverzichtbar machen („entrenchment strategies“).⁷¹³

Um dieses moralische Risiko, das aus Informationsasymmetrien zwischen Anteilseignern und Unternehmensleitung resultiert, zu beseitigen, bieten sich im gesellschaftsrechtlichen Zusammenhang mehrere Mechanismen an. Eine vollständige Überwachung der Unternehmensleitung durch die Anteilseigner scheidet regelmäßig aus.⁷¹⁴ Daher beschäftigt sich die Prinzipal-Agenten-Theorie mit indirekten Mechanismen der Verhaltenssteuerung, mit denen Mitglie-

heitenanteilseignern sowie zwischen Anteilseignern und Arbeitnehmern können als Prinzipal-Agenten-Beziehungen aufgefasst werden; dazu *Kraakman u.a.*, S. 2 ff., 21 ff.; *Hopt* in: Heldrich/Prölls/Koller (Hrsg.), S. 104, 112 ff. Diese anderweitigen Prinzipal-Agenten-Beziehungen liegen nicht immer im Fokus der rechtswissenschaftlichen Debatte. Zur Gefahr einer Adaption rechtsökonomischer Konzepte, die in den USA entwickelt wurde, auf Kapitalmärkte mit einer anders ausgestalteten Eigentümerstruktur s. unten Teil 3, bei Fn. 183 ff.

⁷⁰⁷ Zu diesem Begriff s. oben Teil 2, bei Fn. 163.

⁷⁰⁸ Zu dem Begriff s. oben Teil 2, bei Fn. 166.

⁷⁰⁹ *Richter/Furubotn*, S. 174; *Bolton/Dewatripont*, S. 20 ff.

⁷¹⁰ Dazu und zu weiteren Folgen s. *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 16.

⁷¹¹ *Empt*, S. 165; *Ruffner*, S. 131. Dabei ist zu beachten, dass die Mitglieder der Unternehmensleitung einer großen Publikumsgesellschaft risikoaverser sein können als die diversifizierten Aktionäre, da ein großer Anteil des Vermögens der Mitglieder der Unternehmensleitung in Form von Humankapital in der Gesellschaft eingebunden ist; s. *Empt*, S. 165; *Ruffner*, S. 218; *Easterbrook/Fischel*, S. 99.

⁷¹² *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 16 f.; *Merkt/Göthel*, Rdnr. 69; beispielhaft *Jensen*, *J. Econ. Persp.* 2 (1) (1988), 21, 32 ff.

⁷¹³ Dazu *Shleifer/Vishny*, *J. Fin. Econ.* 25 (1989), 123, mit einem Modell mit „Managerspezifischen“ Investitionen; s. a. *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 17. Allgemein zu beziehungs-spezifischen Investitionen s. oben Teil 2, bei Fn. 185.

⁷¹⁴ Insbesondere ist die Abfassung eines vollständigen Vertrags im ökonomischen Sinne regelmäßig unmöglich oder prohibitiv teuer, s. oben Teil 2, bei Fn. 179 ff.

dern der Unternehmensleitung der Anreiz genommen wird, ihren Informationsvorsprung zur Verfolgung eigener Interessen zu missbrauchen.⁷¹⁵ Ein solcher Mechanismus ist die Einführung einer leistungsabhängigen Vergütung. Dadurch wird das Einkommen der Mitglieder der Unternehmensleitung an die Interessenlage der Aktionäre gekoppelt.⁷¹⁶ Die Effektivität dieses Mechanismus hängt entscheidend von der Umsetzung im Detail ab. Knüpft die Option an falsche Kennzahlen an oder wird sie zu kurzfristig ausgestaltet, kann dies zu Fehlanreizen führen, welche das Prinzipal-Agenten-Problem noch verschärfen.⁷¹⁷ Weitere Mechanismen zur Angleichung der Interessen der Unternehmensleitung an die Interessen der Anteilseigner sind die Disziplinierung der Unternehmensleitung durch den Produktmarkt,⁷¹⁸ den Arbeitsmarkt für Manager und den Markt für Unternehmensübernahmen.⁷¹⁹ Wichtig ist auch die Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat oder sonstige Dritte (beispielsweise Gläubiger).⁷²⁰

Die Einführung solcher Mechanismen führt zu eigenen Kosten im Sinne von Agenturkosten.⁷²¹ Aus der Perspektive der Prinzipal-Agenten-Theorie ist es das Ziel eines Gesellschaftsrechts, die Wohlfahrtsverluste zu minimieren, welche aus der Informationsasymmetrie zwischen Anteilseignern und Unternehmensleitung resultieren, ohne zugleich zu hohe Agentur-Kosten entstehen zu lassen.⁷²²

⁷¹⁵ Einen Überblick bietet *von Bonin*, S. 188 ff.

⁷¹⁶ *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 21 ff.; *Shleifer/Vishny*, *J. Fin.* 52 (1997), 737, 744 f. Zur leistungsabhängigen Vergütung der Vorstandsmitglieder im deutschen Recht s. nur *Hoffmann-Becking*, *ZHR* 169 (2005), 155, 159 ff.

⁷¹⁷ *von Bonin*, S. 194 Fn. 863. Die dadurch auftretenden Probleme, die mitursächlich für die Finanzkrise im Jahr 2008 war, sind nicht Gegenstand der vorliegenden Untersuchung. Zur Reaktion des deutschen Gesetzgebers im Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetz s. BR-Drs. 592/09 vom 19.6.2009; s. weiterhin oben Teil 3, Fn. 246.

⁷¹⁸ *Hart*, *Bell J. Econ.* 14 (1983), 366; *Tirole*, *Industrial Organization*, S. 46 f.; *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 28 f.; *Fleischer*, *ZHR* 168 (2004), 673, 704; *Arnold*, S. 225 ff.; *Goergen/Manjon/Renneboog*, *Intern. Rev. L. & Econ.* 28 (2008), 175, 187; s. jedoch *Cremers/Nair/Peyer*, *J. Emp. L. Stud.* 5 (2008), 791.

⁷¹⁹ Dazu unten Teil 3, bei Fn. 827 ff.

⁷²⁰ *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 15, 27 ff.; *Ruffner*, S. 132. Zur Bedeutung der Überwachung durch Gläubiger s. *Goergen/Manjon/Renneboog*, *Intern. Rev. L. & Econ.* 28 (2008), 175, 185. Auch soziale Normen können Mitglieder der Unternehmensleitung dazu bewegen, Informationsasymmetrien abzubauen; dazu kurz *Fleischer*, *ZHR* 168 (2004), 673, 706 f., m.w.N.

⁷²¹ Zu diesem Begriff s. oben Teil 2, bei Fn. 168 ff.

⁷²² *Empt*, S. 166; *Ruffner*, S. 132; *Kraakman u. a.*, S. 3. Eine exemplarische Subsumtion des deutschen Aktienrechts unter dieses Konzept liefert *Nicolaysen*, S. 88 ff. Allgemein zu diesem Anliegen der Prinzipal-Agenten-Theorie s. oben Teil 2, bei Fn. 170 ff.

(3) Maximierungsprobleme in Gesellschaften

(a) *Einführung.* Die Theorie unvollständiger Verträge zeigt, dass die Zuweisung residueller Verfügungsrechte durch das Gesellschaftsrecht notwendig ist, um die Gefahr opportunistischen Verhaltens durch Vertragspartner auszuschließen.⁷²³ Die Prinzipal-Agenten-Theorie betont, dass die Kontrolle der Unternehmensleitung als Agenten der Anteilseigner eine Aufgabe des Gesellschaftsrechts ist.⁷²⁴ Vor diesem Hintergrund ist zu untersuchen, wem die residualen Verfügungsrechte zugewiesen werden sollten, um die Probleme zu lindern oder zu beseitigen, die aus unvollständigen Verträgen und Informationsasymmetrien resultieren und die von der Prinzipal-Agenten-Theorie untersucht werden. Die Beantwortung dieser Frage erlaubt es, die Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung mit Hilfe der normativen Wohlfahrtstheorie⁷²⁵ zu analysieren.

Wem die residualen Verfügungsrechte in einer Gesellschaft zugewiesen werden sollten, hängt davon ab, ob die Unternehmensleitung bei ihrer Geschäftsführung aus rechtsökonomischer Perspektive ausschließlich die Interessen der Anteilseigner maximieren sollte. Alternativ könnte es aus rechtsökonomischer Perspektive Aufgabe der Unternehmensleitung sein, bei der Geschäftsführung auch Interessen von Arbeitnehmern, Gläubigern der Gesellschaft und anderen relevanten Interessengruppen⁷²⁶ – also den so genannten „stakeholders“ einer Gesellschaft⁷²⁷ – zu berücksichtigen.⁷²⁸

Damit ist die normative Debatte um den „shareholder value“ oder den „stakeholder value“ angesprochen. Es kann im Folgenden nicht darum gehen, die Debatte in ihrer ganzen Breite und Tiefe zu entfalten. Vielmehr muss eine Skizzierung der wichtigsten rechtsökonomischen Argumente (unten Teil 3, D.II.2.b)bb)(3)(b), S. 165) sowie eine kurze Einbettung in das deutsche Aktien- und Kapitalmarktrecht (unten Teil 3, D.II.2.b)bb)(3)(c), S. 172) genügen.

⁷²³ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)bb)(1), S. 155.

⁷²⁴ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)bb)(2), S. 160.

⁷²⁵ Dazu allgemein oben Teil 2, C.III, S. 26.

⁷²⁶ Dazu von *Bonin*, S. 170 ff.; *Empt*, S. 156 ff. Zur spezifischen Frage, ob die Unternehmensleitung Interessen von Gläubigern berücksichtigen muss, s. *Klöhn*, ZGR 2008, 110.

⁷²⁷ Zum Begriff „stakeholder“ s. *Schmidt/Weiß* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107 111; *Kübler* in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), S. 321, 324 f.

⁷²⁸ Nach dem „stakeholder“-Konzept sind diese Interessen ebenfalls zu maximieren. Nach dem „shareholder“-Konzept sind dies nur Nebenbedingungen bei der Maximierung der „shareholder“-Interessen; s. *Kühner*, ZGR 2004, 244, 254. Allgemein zum Konzept der Maximierung unter Nebenbedingungen s. oben Teil 2, Fn. 61.

(b) *Rechtsökonomische Analyse.* Üblicherweise streitet der normative Teil der rechtsökonomischen Analyse des Gesellschaftsrechts⁷²⁹ für eine strikte Orientierung der Unternehmensleitung am „shareholder value“. Dafür werden mehrere Gründe angeführt.

Erstens wird darauf hingewiesen, dass eine Orientierung der Unternehmensleitung am „stakeholder value“ keine klare Zielfunktion aufweisen würde. Eine Orientierung am „stakeholder value“ würde die Lösung des typischen Prinzipal-Agenten-Problems zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern bedeutend erschweren.⁷³⁰ Es könnte nahezu jedes Vorstandshandeln gerechtfertigt werden.⁷³¹ Zweitens ist zu beachten, dass in einem funktionierenden Wettbewerbssystem die Interessen anderer Gruppen über das Preissystem berücksichtigt werden, weil die Entlohnung der Faktorbeiträge unter ihrem Marktwert zu Abwanderungsbewegungen führen würde.⁷³² Drittens greift der Einwand zu kurz, eine ausschließlich am „shareholder value“ ausgerichtete Unternehmensführung fördere kurzfristiges Denken und sei langfristigen Investitionen in Forschung, Entwicklung und Humankapital abträglich. Langfristige Investitionen beeinflussen den Unternehmenswert und berühren unmittelbar das Interesse der Anteilseigner. Sie werden damit – wenn auch möglicherweise nicht voll umfänglich und abdiskontiert – im „shareholder value“ berücksichtigt.⁷³³

Die stärksten Argumente für eine Orientierung der Unternehmensleitung am „shareholder value“ liefert die Theorie residualer Verfügungsrechte von *Grossman*, *Hart* und *Moore*, auf die schon verschiedentlich eingegangen

⁷²⁹ Allgemein zu der Unterscheidung zwischen positiver und normativer Theorie oben Teil 2, C.III.1, S. 26, und unten Teil 4, A.I.2, S. 316.

⁷³⁰ *Empt*, S. 164, 167 ff., 170 ff.; *Ruffner*, S. 166 f.; *Macey*, 21 *Stetson L. Rev.* 23, 31 ff. (1992); *Kubner*, ZGR 2004, 244, 254 f.

⁷³¹ *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 134; *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 17; *Fleischer* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 28; *Empt*, S. 170 ff.; *Ruffner*, S. 166 f.; *Eidenmüller*, JZ 2001, 1041, 1043; *Zöllner*, AG 2003, 2, 8; *Macey*, 21 *Stetson L. Rev.* 23, 31 ff. (1992); *Kübler* in: *Lieb/Noack/Westermann* (Hrsg.), S. 321, 334; *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 141 ff.; *Kubner*, ZGR 2004, 244, 253 ff.; *Arnold*, S. 30 ff. In diese Richtung auch *Schmidt/Weiß* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 109: „Das pluralistische Stakeholder-Konzept ist aus ökonomisch-theoretischer Sicht besonders unbefriedigend. Ihm fehlt das ökonomische Fundament, es ist zu unbestimmt, und es lässt zu viele Fragen offen ...“. Zu Einwänden gegen diese Argumentation s. unten Teil 3, bei Fn. 185.

⁷³² *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 133; *Fleischer* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 27; *von Werder*, ZGR 1998, 69, 74 f.

⁷³³ *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 133 f.; *Fleischer* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 27; *Empt*, S. 27 f.; *Hefermehl/Spindler* in: *Münchener Kommentar AktG*, § 76 Rdnr. 66 f.; *Hüffer*, § 76 Rdnr. 14; kritisch *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 156. Dann reduziert sich der Streit auf die Frage, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft Nichtaktionsinteressen auch dann berücksichtigen darf, wenn diese Berücksichtigung auch langfristig zu keinen Vorteilen für die Aktionäre führt; s. *Empt*, S. 20 f. Solche Fälle – beispielsweise Unternehmensspenden, Schmiergelder oder Stiftungsiniciativen – stehen nicht im Zentrum der hier anzustellenden Überlegungen; s. dazu nur *Empt*; *Fleischer*, AG 2001, 171; *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 111 m.w.N.

wurde.⁷³⁴ In einem Umfeld unvollständiger Verträge muss das Gesellschaftsrecht residuale Verfügungsrechte zuweisen, die bestimmten Vertragspartnern die Entscheidungsbefugnis für die Fälle zuweist, die nicht explizit durch Vertrag oder Gesetz geregelt sind.⁷³⁵ Wem die residualen Verfügungsrechte zuzuweisen sind, bestimmt sich danach, in welchen Rechtsbeziehungen in einer Gesellschaft unvollständige Verträge existieren.

Dabei zeigt sich, dass sich im Beziehungsgeflecht der Gesellschaft die Stellung der Anteilseigner von der Stellung anderer Interessengruppen⁷³⁶ grundlegend unterscheidet.⁷³⁷ Gläubiger, Arbeitnehmer, Abnehmer und Zulieferer erbringen ihre Beiträge zum Unternehmen gegen das Versprechen einer fixen, erfolgsunabhängigen Vergütung.⁷³⁸ Grundsätzlich können diese Gruppen ihre Interessen durch vertragliche Regeln mit der Gesellschaft sichern.⁷³⁹ Kommt ihnen das Gesellschaftsrecht nicht zur Hilfe, können sie auf eine Vielzahl anderer rechtlicher Regelungen zurückgreifen, die ihre Interessen schützt. Dies reicht von arbeits- und sozialrechtlichen Regelungen, Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsregeln über Verbraucherschutzgesetze bis hin zu Umweltschutzvorschriften.⁷⁴⁰

⁷³⁴ S. insbesondere Teil 2, C.IV.4, S. 37.

⁷³⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 696 ff.

⁷³⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 682, 726 f.

⁷³⁷ *Macey*, 21 *Stetson L. Rev.* 23, 37 (1992); *Weide*, 21 *Del. J. Corp. L.* 27, 35 ff. (1996); *Kubner*, *ZGR* 2004, 244, 259.

⁷³⁸ *Empt*, S. 155 ff.; *von Bonin*, S. 390 ff.; *Kubner*, *ZGR* 2004, 244, 259; *Fleischer* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 28.

⁷³⁹ *Macey*, 21 *Stetson L. Rev.* 23, 36 ff. (1992); *Weide*, 21 *Del. J. Corp. L.* 27, 39 ff. (1996); *Zöllner*, *AG* 2003, 2, 8. Zur Bedeutung beziehungsspezifischer Investitionen und impliziter Verträge in diesem Zusammenhang s. *Kubner*, *ZGR* 2004, 244, 259 ff.

⁷⁴⁰ *Fleischer* in: *Hommelhoff/Hopt/Werder* (Hrsg.), S. 129, 134; *Fleischer* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 28; *Empt*, S. 344 ff.; *von Bonin*, S. 391; *Mülberr/Birke*, *WM* 2001, 705, 715; *Wackerbarth*, *WM* 2001, 1741, 1744; *Merkt*, *ZHR* 165 (2001), 224, 240; *Hopt* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 104, 116; *Liekefett*, *RIW* 2004, 824, 835; *Spindler*, *AG* 1998, 53, 71 f.; *Kubner*, *ZGR* 2004, 244, 254; *Kubner*, *ZGR* 2004, 244, 259; *Arnold*, S. 32 ff.; skeptisch *Engert* in: *Lorenz u.a.* (Hrsg.), S. 87, 88 f. Diese Rechtsinstitute müssen die genannten Interessengruppen nicht nur gegenüber der Unternehmensleitung, sondern auch gegenüber den Anteilseignern schützen. Es sind Fälle denkbar, in denen Anteilseigner durch opportunistisches Verhalten versuchen, Renten von anderen Interessengruppen auf sich selbst zu transferieren; dazu im Einzelnen *Empt*, S. 151 f.; *Macey*, 21 *Stetson L. Rev.* 23, 29 ff. (1992); *Easterbrook/Fischel*, *J. Law & Econ.* 26 (1983), 395, 404; *Hertig*, *ECLR* 2006, 341, 348. Diese Konstellationen treten vorwiegend in finanziellen Krisensituationen auf, in denen die Anteilseigner nicht mehr die alleinigen residualen Risikoträger sind. In solchen Fällen müssen das Eigenkapitalersatz- und Insolvenzrecht sowie vertragliche Schutzmechanismen die anderen Interessengruppen ausreichend schützen; s. *Empt*, S. 152. Zum Verhältnis zwischen dem „shareholder value“-Konzept und der arbeitsrechtlichen Mitbestimmung s. *Kübler* in: *Lieb/Noack/Westermann* (Hrsg.), S. 321, 326 ff.; *Spindler*, *AG* 1998, 53, 71 f.; *Leyens*, *JZ* 2007, 1061, 1066 f.; *Becht/Bolton/Röell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 829, 865 ff.; *Arnold*, S. 32 ff.; *Goergen/Manjon/Renneboog*, *Intern. Rev. L. & Econ.* 28 (2008), 175, 184.

Demgegenüber lassen sich die Pflichten der Unternehmensleitung gegenüber den Anteilseignern schwerlich konkretisieren. Diese Rechtsbeziehung erschöpft sich nicht im Austausch einer vorbestimmten Leistung gegen eine fixe Vergütung. Einerseits kann die Leistungspflicht der Unternehmensleitung nicht exakt vorbestimmt werden. Aufgrund der Unvorhersehbarkeit der zukünftigen Geschäftsentwicklung ist es unmöglich, einen Vertrag zu entwerfen, in dem die Pflichten der Unternehmensleitung konkret und abschließend spezifiziert werden.⁷⁴¹ Im Vergleich zu anderen Interessengruppen sind bei Anteilseignern die Unsicherheiten über zukünftige Entwicklungen sowie die Transaktionskosten am größten.⁷⁴² Anteilseigner sind im Vergleich zu anderen Interessengruppen am wenigsten in der Lage, ihre Investition in bilateralen Verträgen mit der Unternehmensleitung abzusichern.⁷⁴³ Im Vergleich zu den anderen Interessengruppen ist der Vertrag zwischen den Anteilseignern und der Unternehmensleitung der am wenigsten vollständige.⁷⁴⁴

Andererseits erhalten die Anteilseigner keine fixe Vergütung. Zwar erhalten sie durch die Beteiligung an der Gesellschaft die Chance eines ungewöhnlich großen Gewinns. Allerdings tragen sie auch das Risiko einer ungewöhnlich schlechten Geschäftsentwicklung. Bei der Auflösung einer solventen Aktiengesellschaft können alleine die Aktionäre einen Teil des Auseinandersetzungsvermögens verlangen (§ 271 Abs. 1 AktG). All dies zeigt, dass die Aktionäre nur das Residuum erhalten, das nach der Erfüllung der fixen Vergütungsansprüche aller anderen Interessengruppen übrig bleibt.⁷⁴⁵

⁷⁴¹ *Macey*, 21 *Stetson L. Rev.* 23, 39 (1992); *Weide*, 21 *Del. J. Corp. L.* 27, 35 ff. (1996); *Easterbrook/Fischel*, S. 91: „The only promise that makes sense in such an open-ended relationship is to work hard and honestly“; *Spindler*, AG 1998, 53, 58; *Hertig*, ECLR 2006, 341, 348.

⁷⁴² *Macey*, 21 *Stetson L. Rev.* 23, 28 (1992). Zur Füllung der Vertragslücken, die aus diesen Gründen bestehen, sieht das Gesellschaftsrecht allerdings Sorgfalts- und Treuepflichten vor, s. *Ruffner*, S. 164, 211 f., 322 ff.; *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 683; *Fleischer* in: Wank u.a. (Hrsg.), S. 827. Plastisch *Ruffner*, S. 212: „Betrachtet man das vom klassischen Ideal des kompletten Vertrages bis zum komplexen Langzeitvertrag reichende Spektrum, wandelt sich das die klassischen Vertragsbeziehungen beherrschende Prinzip von Treu und Glauben entlang eines Kontinuums in die relationale Vertragsbeziehungen kennzeichnenden Sorgfalts- und Treuepflichten.“

⁷⁴³ *Ruffner*, S. 135 f.; *Easterbrook/Fischel*, *J. Law & Econ.* 26 (1983), 395, 401. Gruppen mit Verträgen, die durch fixe Ansprüche mit der Gesellschaft gekennzeichnet sind, können sich wesentlich leichter durch explizite und klare Vertragsklauseln absichern, s. *Kanda*, 21 *J. Legal Stud.* 431 (1992); *Tauke*, 1989 *Colum. Bus. L. Rev.* 1; *Macey*, 21 *Stetson L. Rev.* 23, 39 (1992); *Ruffner*, S. 167. Umfassend im Vergleich der Sicherungsmöglichkeiten von Gläubigern und Anteilseignern s. *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 151 ff.

⁷⁴⁴ *Ruffner*, S. 136; *Zöllner*, AG 2003, 2, 10.

⁷⁴⁵ *Easterbrook/Fischel*, *J. Law & Econ.* 26 (1983), 395, 403; *Schmidt/Spindler* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 515, 524; *Schmidt/Weiß* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 110; *Empt*, S. 149; *Kübler* in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), S. 321, 325; *Kubner*, ZGR 2004, 244, 259; *Fleischer* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 28.

Diese Gewinnbeteiligung führt bei Anteilseignern zu einem besonderen Anreiz zu Investitionen in das Unternehmen, der bei den anderen erwähnten Interessengruppen fehlt.⁷⁴⁶ Anteilseigner haben die entsprechenden Anreize, auch risikoträchtige Entscheidungen der Unternehmensleitung mitzutragen. Anders als Gläubiger oder Arbeitnehmer tragen Anteilseigner nicht nur das zusätzliche Ausfallrisiko, das durch eine risikoträchtige Entscheidung entsteht. Sie nehmen auch an möglichen Profiten teil.⁷⁴⁷ Andere Interessengruppen neigen dagegen zu einer möglichst risikoarmen Geschäftsstrategie und lassen risikoträchtige Entscheidungen trotz positiver Gewinnaussichten ungenutzt.⁷⁴⁸ Nur Anteilseigner als residuale Risikoträger haben die richtigen Anreize, die Unternehmensleitung zu kontrollieren.⁷⁴⁹ Die Orientierung der Unternehmensleitung am Residualinteresse, das die Anteilseigner tragen, eliminiert damit exzessives Risiko und verhindert übertriebene Vorsicht.⁷⁵⁰

Es zeigt sich, dass die Rechtsbeziehung zwischen Anteilseignern und Unternehmensleitung im Vergleich zu anderen Interessengruppen die am wenigsten vollständige ist. Gleichzeitig haben Anteilseigner aufgrund ihrer Gewinn- und Verlustbeteiligung die richtigen Anreize, die Unternehmensleitung bei einer optimalen Geschäftsführung zu unterstützen.

Vor diesem Hintergrund kann die ökonomische Analyse des Vertragsrechts die Frage beantworten, wem in einer Gesellschaft die residualen Verfügungsrechte zugewiesen werden sollten, um die Probleme zu lindern oder zu beseitigen, die aus unvollständigen Verträgen und Informationsasymmetrien resultieren. Die Zuweisung sollte grundsätzlich an die Anteilseigner erfolgen. Dadurch werden Risikoübernahme und Entscheidungsrechte bei der gleichen Interessengruppe vereint.⁷⁵¹ Die Zuweisung der Verfügungsrechte erlaubt es den Anteilseignern, jene Handlungen der Unternehmensleitung zu bestimmen, die aufgrund unvollständiger Verträge nicht vertraglich geregelt werden können.⁷⁵² Aus einer *ex-post*-Perspektive verhindert diese Zuweisung residualer Verfügungsrechte ein opportunistisches Verhalten der Unternehmensleitung. Aus

⁷⁴⁶ *Empt*, S. 149; *Zöllner*, AG 2003, 2, 8.

⁷⁴⁷ Mit anderen Worten berechnen nur die Anteilseigner einen Netto-Gegenwartswert („net present value“), der sich aus der diskontierten Summe von Profitaussichten und Verlustrisiken zusammensetzt; s. *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 112 f.; *Ferrarini* in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), S. 223, 226 f.

⁷⁴⁸ *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 112 f., der aber auf S. 138 auf die mitunter unscharfen Grenzen zwischen Anteilseigner (Eigenkapital) und Gläubiger (Fremdkapital) hinweist.

⁷⁴⁹ *Easterbrook/Fischel*, J. Law & Econ. 26 (1983), 395, 403; *Weide*, 21 Del. J. Corp. L. 27, 57 ff. (1996); *Ruffner*, S. 166.

⁷⁵⁰ *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 137.

⁷⁵¹ *Schmidt/Weiß* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 115; *Hertig*, ECLR 2006, 341, 348.

⁷⁵² *Hansmann*, J. L. Econ. & Organ. 4 (1988), 267, 281 ff., 301 f.; *Ruffner*, S. 136; *Easterbrook/Fischel*, J. Law & Econ. 26 (1983), 395, 402; *Zöllner*, AG 2003, 2, 10.

einer *ex-ante*-Perspektive gibt dies den Anteilseignern die richtigen Investitions- und Entscheidungsanreize.⁷⁵³

Eine Zuweisung der residualen Verfügungsrechte an die Anteilseigner liegt auch im Interesse der anderen Interessengruppen im Umfeld einer Gesellschaft. Würden die residualen Verfügungsrechte einer anderen Interessengruppe zugewiesen, die mit der Unternehmensleitung durch Verträge mit fixen Ansprüchen verbunden ist, hätte die Unternehmensleitung einen zu geringen Anreiz, riskante Projekte zu unterstützen, da sie von Gewinnsteigerungen nur unterproportional profitiert.⁷⁵⁴ Auch würden sich die Anteilseigner dann nicht an der Gesellschaft beteiligen, weil ihre Kosten im Vergleich zum erwarteten Gewinn zu hoch wären.⁷⁵⁵ Schließlich ist zu beachten, dass Anteilseigner bei einer Zuweisung residualer Verfügungsrechte zwar überproportional von einer an ihren Interessen orientierten Unternehmensführung profitieren. Dann sind sie aber – funktionierende Märkte vorausgesetzt⁷⁵⁶ – auch bereit, den anderen Interessengruppen für diese Ausgestaltung der Unternehmensverfassung eine höhere Vergütung zu zahlen.⁷⁵⁷

Damit verspricht eine Orientierung der Unternehmensleitung am Interesse der Anteilseigner als residualen Risikoträgern („shareholder value“) insgesamt eine Wohlfahrtsmaximierung aller Interessengruppen im Umfeld einer Gesellschaft.⁷⁵⁸ Eine andere Zuweisung der residualen Verfügungsrechte – insbesondere eine Orientierung am „stakeholder value“ – würde die Investitionsanreize der Anteilseigner nur zum Schaden aller Interessengruppen verzerren.⁷⁵⁹ Die

⁷⁵³ Hart, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1765 (1989): „In a world of transaction costs and incomplete contracts, *ex post* residual rights of control will be important because, through their influence on asset usage, they will affect *ex post* bargaining power and the division of *ex post* surplus in a relationship. This division in turn will affect the incentives of actors to invest in that relationship.“

⁷⁵⁴ Easterbrook/Fischel, J. Law & Econ. 26 (1983), 395, 304; Ruffner, S. 166; Macey, 21 Stetson L. Rev. 23, 28 ff. (1992).

⁷⁵⁵ Vertragstheoretisch gesprochen, wäre ihre Partizipationsbedingung nicht erfüllt. Eine vertragstheoretischer Mechanismus erfüllt eine Partizipationsbedingung („participation constraint“ oder „individual rationality constraint“), wenn er alle Teilnehmer mindestens so gut stellt, wie wenn sie am Vertrag nicht teilgenommen hätten. Davon ist die Anreizbedingung („incentive compatibility constraint“) zu unterscheiden. Diese Bedingung ist erfüllt, wenn jeder Vertragspartner bei der Auswahl verschiedener Vertragsalternativen jene auswählt, die auf ihn vom anderen Vertragspartner zugeschnitten wurde; s. dazu Salanié, S. 22; Bolton/Dewatripont, S. 16 ff., 48.

⁷⁵⁶ Dazu sogleich im Text.

⁷⁵⁷ Empt, S. 150; Ruffner, S. 166.

⁷⁵⁸ Empt, S. 150; Arnold, S. 39.

⁷⁵⁹ Ruffner, S. 136. Dieses vertragstheoretische Argument kann hier nur verbal dargestellt werden. Für den formalen Beweis sei auf die entsprechende Spezialliteratur verwiesen, s. nur Tirole, *Econometrica* 69 (2001), 1; Tirole, *Corporate Finance*, S. 56 ff.

Theorie residueller Verfügungsrechte spricht damit für eine Orientierung der Unternehmensleitung am „shareholder value“.⁷⁶⁰

Allerdings muss betont werden, dass diese klare Aussage der Theorie residueller Verfügungsrechte nur unter bestimmten, restriktiven Annahmen zutrifft.⁷⁶¹

1. Kapitalmärkte sind effizient und wohlinformiert. Auf ihnen handeln rationale Anleger. Dadurch können die Märkte informierte Entscheidungen über die Auswirkungen einer Handlung der Unternehmensleitung auf den Unternehmenswert treffen.
2. Die Unternehmensleitung zielt auf eine Maximierung des Börsenwerts ab. Prinzipal-Agenten-Probleme zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern sind im Sinne eines „second best“⁷⁶² gelöst.⁷⁶³
3. Es gibt keine negativen externen Effekte⁷⁶⁴ – beispielsweise Auswirkungen auf Gesundheit, Umwelt oder Infrastruktur –, die durch eine Maximierung des Anteilswerts der Anteilseigner entstehen. Wenn solche Effekte existieren, werden sie aufgrund anderer Institutionen – insbesondere öffentlich-rechtliche Vorschriften wie dem Umweltrecht – vom Unternehmen vollständig internalisiert.⁷⁶⁵
4. Die Partizipationsbedingung⁷⁶⁶ der anderen Interessengruppen muss erfüllt sein. Den Gläubigern, Arbeitnehmern, Lieferanten und Abnehmern der Gesellschaft muss es also möglich sein, ihre Interessen in umfänglicher Weise durch Vertrag zu sichern. Ist dies nicht möglich und schließen diese Interessengruppen dennoch den Vertrag ab,⁷⁶⁷ kommen ihnen in effizienter Weise andere rechtliche Regelungssysteme wie das Arbeits-, Sozial-, Verbraucher-, Insolvenz- und Eigenkapitalersatzrecht zu Hilfe.

⁷⁶⁰ Dahinter steht ein Ansatz, der in der Literatur oftmals als „hypothetical bargaining approach“ bezeichnet wird und auf den weiter unten zurück zu kommen sein wird (s. unten Teil 3, bei Fn. 1227): Ein optimaler Gesetzgeber sollte die residuellen Verfügungsrechte der Partei zuweisen, der die Verfügungsrechte zugewiesen würden, wenn sich alle am Vertragsnetzwerk Beteiligten auf eine Zuweisung einigen müssten. In einem solchen „hypothetical bargain“ würden alle Interessengruppen innerhalb einer Gesellschaft die residuellen Verfügungsrechte den Anteilseignern zuweisen, da diese sich sonst nicht an der Gesellschaft beteiligen würden, weil ihre Kosten im Vergleich zum erwarteten Gewinn zu hoch wären; s. *Ruffner*, S. 136 f.

⁷⁶¹ *Damodaran*, S. 14 f.; s.a. *Schmidt/Spindler* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 515, 526; *Schmidt/Weiß* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 116.

⁷⁶² Dazu allgemein *Lipsey/Lancaster*, Rev. Econ. Stud. 24 (1956), 11.

⁷⁶³ Zu solchen Mechanismen s. oben Teil 3, bei Fn. 714 ff.

⁷⁶⁴ Zu dem Begriff s. oben Teil 2, bei Fn. 131.

⁷⁶⁵ Zum Konzept der Internalisierung externer Effekte s. oben Teil 2, Fn. 215.

⁷⁶⁶ Zu diesem vertragstheoretischen Begriff s. oben Teil 3, Fn. 755.

⁷⁶⁷ Mitglieder der Interessengruppen mögen den Vertrag dennoch abschließen, wenn Marktversagen oder Abweichungen vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell die Wahl einer Handlungsalternative verhindern.

Unter diesen Annahmen führt eine Ausrichtung der Unternehmensleitung an der Maximierung der Interessen der Anteilseigner („shareholder value“) insgesamt zu einer Wohlfahrtsmaximierung.⁷⁶⁸ Sobald man sich von diesen Annahmen löst, werden die Vorhersagen der ökonomischen Theorie komplexer oder undeutlicher. Hinzu tritt, dass es schwierig bis unmöglich ist, objektiv zu bewerten, ob die Interessen von Arbeitnehmern und anderen Interessengruppen durch Vorschriften des Arbeits-, Sozial-, Verbraucher-, Insolvenz- und Eigenkapitalersatzrecht in effizienter Weise berücksichtigt werden.⁷⁶⁹ Ist dies nicht der Fall, ist eine Ausrichtung der Unternehmensleitung an den Interessen der Anteilseigner nicht notwendigerweise optimal.⁷⁷⁰

Trotz dieser Vorbehalte sollte der Wert der rechtsökonomischen Analyse im vorliegenden Zusammenhang nicht unterschätzt werden. Einerseits kann die Analyse Hinweise darauf geben, welche Rechtsgebiete für die Regelung welcher Interessenkonflikte zuständig sein sollten. Die rechtsökonomische Analyse zeigt, dass es bei der Debatte um „shareholder“ oder „stakeholder value“ nicht darum geht, ob Interessen anderer Gruppen als der Anteilseigner bei der Unternehmensführung grundsätzlich Beachtung finden sollen.⁷⁷¹ Es geht vielmehr – im Sinne eines umfänglichen Institutionenvergleichs – um die Frage, ob das Gesellschaftsrecht die richtige Institution ist, um diese Interessen zu berücksichtigen.⁷⁷² Andererseits mag die Fokussierung der Unternehmensleitung auf den „shareholder value“ selbst dann als gewisse Richtschnur dienen, wenn manche der genannten Annahmen nicht vollständig erfüllt sind.⁷⁷³

Dennoch sei die Gefahr nicht verschwiegen, dass die rechtsökonomische Analyse mitunter Aspekte systematisch vernachlässigt, weil sie noch kein methodisches Instrumentarium entwickelt hat, um mit diesen Aspekten in gleicher Schärfe umzugehen wie mit anderen modellmäßig erfassten Aspekten.⁷⁷⁴

⁷⁶⁸ Damodaran, S. 15.

⁷⁶⁹ Vgl. Hefemehl/Spindler in: Münchener Kommentar AktG, § 76 Rdnr. 65. Dabei ist zwischen verschiedenen Interessengruppen zu unterscheiden. Eine Detailanalyse des Verhältnisses zwischen Anteilseignern und Gläubigern aus rechtsökonomischer Perspektive liefert Klöhn, ZGR 2008, 110.

⁷⁷⁰ Schmidt/Weiß in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 116.

⁷⁷¹ Empt, S. 162. In diesem Sinne auch Hansmann/Kraakman, 89 Geo. L.J. 439, 441 (2001): „All thoughtful people believe that corporate enterprise should be organized and operated to serve the interests of society as a whole, and that the interests of shareholders deserve no greater weight in this social calculus than do the interests of any other member of society.“

⁷⁷² Empt, S. 162 f.; Hansmann/Kraakman, 89 Geo. L.J. 439, 442 (2001). Abstrakt betrachtet geht es um eine der grundlegenden Einsichten der ökonomischen Analyse des Rechts: Wohlfahrtsfragen sind von Verteilungsfragen zu trennen. Dient eine Vorschrift der Wohlfahrtsmaximierung, ist damit noch keine endgültige Aussage über die Verteilung der Wohlfahrtssteigerung getroffen; s. dazu oben Teil 1, bei Fn. 47 sowie Teil 2, Fn. 112, 224. Auf diesen Zusammenhang weist Empt, S. 163, Fn. 121, hin.

⁷⁷³ Schmidt/Spindler in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 515, 527.

⁷⁷⁴ Ähnlich Becht/Bolton/Röell in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 829, 864: „Perhaps the biggest gap [in the literature] is the absence of a model that considers the functioning of a

Diese Skepsis sollte aber nicht dazu verleiten, die rechtsökonomische Analyse in ihrer Ganzheit zu verdammen.⁷⁷⁵ Die rechtsökonomische Analyse erlaubt immerhin, viele Aspekte in hinreichender Schärfe zu analysieren. Damit ist schon einiges gewonnen.

(c) *Aktien- und kapitalmarktrechtliche Einbettung.* In der Gesamtschau zeigt sich, dass die Theorie residuärer Verfügungsrechte eine ökonomische Fundierung für das Argument liefert, die Unternehmensführung solle ausschließlich am „shareholder value“ ausgerichtet werden. Dies prädeterniniert allerdings nicht den Gesetzgeber. Dieser ist aus normativen Erwägungen frei, die Unternehmensführung dennoch an den Interessen der „stakeholder“ auszurichten.⁷⁷⁶ Damit richtet sich das Augenmerk auf die Frage, welche Vorgaben das geltende Aktien- und Kapitalmarktrecht hinsichtlich der Ausrichtung der Unternehmensführung macht.

Bei der Darstellung dieses „aktienrechtlichen Jahrhundertproblems“⁷⁷⁷ muss sich die vorliegende Untersuchung mit einem kurzen Überblick bescheiden. Es wurde auch schon vielfach aufgearbeitet.⁷⁷⁸ Während in der U.S.-amerikanischen Rechtswissenschaft⁷⁷⁹ eine Orientierung des Gesellschaftsrechts am langfristi-

board with representatives of multiple constituencies.“ Beispielsweise argumentieren *Blair/Stout*, EBOR 2006, 473, dass eine Orientierung am „shareholder value“ die Bedeutung beziehungsspezifischer Investitionen aller Interessengruppen vernachlässigt. Daraus ergibt sich eine Zuwendung zu einem differenziert betrachteten „stakeholder value“; s. weiterhin *Bainbridge*, 97 Nw. U. L. Rev. 547 (2003); *Bainbridge*, 55 Stan. L. Rev. 791 (2003); *Bainbridge*, 31 Del. J. Corp. L. 769 (2006); *Kuhner*, ZGR 2004, 244, 261 f.; *Becht/Bolton/Röell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 829, 851 f., 865 ff. Zu den theoretischen und praktischen Vorzügen und Nachteilen von „shareholder“ und „stakeholder value“-Ansätzen in der Abwägung ausführlich *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 146 ff., der letztlich für ein „shareholder value“-Konzept plädiert. Zu dem allgemeinen methodischen Problem selektiver Wahrnehmung in ökonomischen Modellen s. unten Teil 4, A.I.1, S. 312.

⁷⁷⁵ Ebenso für ein Anwendungsbeispiel im Kartellrecht *Fleischer*, RIW 2000, 22, 25.

⁷⁷⁶ Ebenso *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 134; *Fleischer* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 28; *von Bonin*, S. 73; *Arnold*, S. 40.

⁷⁷⁷ So *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 149.

⁷⁷⁸ Die juristische Literatur zu der Frage ist unüberschaubar. Exemplarisch seien genannt *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129; *Klöhn*, ZGR 2008, 110; *Empt*; *von Bonin*; *Mülbart*, ZGR 1997, 129; *Mülbart* in: Crezelius/Hirte/Vieweg (Hrsg.), S. 421; *Paefgen*, S. 58 ff.; *Tröger*, S. 126 ff.; *Grob*, WM 2000, 2153; *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 155 ff.; *Nicolayssen*; *Kort* in: *Hopt/Wiedemann* (Hrsg.), § 76 Rdnr. 52 ff.; *Schmidt/Spindler* in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 515; *Schmidt/Weiß* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107; *von Werder*, ZGR 1998, 69; *Kübler* in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), S. 321; *Kuhner*, ZGR 2004, 244; *Engert* in: Lorenz u.a. (Hrsg.), S. 87, 91 ff. Einflussreich zum „shareholder value“-Konzept *Rappaport*. Aus der älteren Literatur im Überblick *Zöllner* in: *Zöllner* (Hrsg.), Einl. Rdnr. 104 ff. Zum rechtsvergleichenden Befund s. *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 147 ff.

⁷⁷⁹ Die Rechtspraxis sieht freilich anders aus; *Armour/Skeel*, 95 Geo. L.J. 1727, 1733 (2007): „In the United States, *Easterbrook* and *Fischel*'s shareholder-oriented approach has been far more successful in theoretical debates than as an influence on actual practice.“

gen „shareholder value“ nahezu *opinio communis* ist,⁷⁸⁰ ergibt sich hierzulande ein differenziertes Meinungsbild.⁷⁸¹

Im deutschen Aktienrecht lässt sich aus der offenen Formulierung und der Entstehungsgeschichte des § 76 Abs. 1 AktG⁷⁸² keine eindeutige Stellungnahme zu der Frage entnehmen, ob sich die Unternehmensleitung am „shareholder“ oder „stakeholder value“ zu orientieren hat.⁷⁸³ Anders als § 70 Abs. 1 AktG 1937 enthält der heute geltende § 76 Abs. 1 AktG keine eindeutige Festlegung dahingehend, dass der Vorstand bei seinen Maßnahmen auch die Belange der Arbeitnehmer und der Allgemeinheit zu berücksichtigen hat. Zwar hielt die Begründung des Regierungsentwurfs eine entsprechende Festlegung für entbehrlich. Angesichts der vielfältigen gesetzgeberischen Aktivitäten in der Zwischenzeit – beispielsweise der Schaffung zahlreicher arbeitsrechtlicher Schutznormen – lässt sich aus der Entstehungsgeschichte des Aktiengesetzes 1965 kein entscheidendes Argument im Streit um den „shareholder“ und „stakeholder value“ mehr herleiten.⁷⁸⁴ Das Aktiengesetz ist gegenüber beiden Konzeptionen grundsätzlich offen, es gibt weder ein „shareholder“- noch ein „stakeholder“-Konzept zwingend vor.⁷⁸⁵

Nach der vorherrschenden Meinung ist es die Aufgabe des Vorstands, bei seiner Unternehmensführung divergierende Interessen unterschiedlicher In-

⁷⁸⁰ Allerdings geht die Einschätzung von *Hansmann/Kraakman*, 89 Geo. L.J. 439 (2001), es gebe zum „shareholder value“ keinen „serious competitor“ mehr, auch in den USA zu weit. S. nur *Bainbridge*, 97 Nw. U. L. Rev. 547 (2003); *Bainbridge*, 55 Stan. L. Rev. 791 (2003); *Bainbridge*, 31 Del. J. Corp. L. 769 (2006); *Blair/Stout*, EBOR 2006, 473, sowie die Nachweise in *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 120 Fn. 62, S. 139 f. In der deutschen Literatur wurde der Meinungsstand im U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht schon umfassend dargestellt, s. *Empt*, S. 83 ff.; *von Bonin*, S. 205 ff., 240 ff. Auf eine Darstellung wird daher hier verzichtet.

⁷⁸¹ *Empt*, S. 19; *Groh*, WM 2000, 2153 f.

⁷⁸² Zur rechtsgeschichtlichen Entwicklung in Deutschland s. *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 130 ff.; *Groh*, WM 2000, 2153, 2154 ff. Zur rechtsgeschichtlichen Entwicklung in den USA s. *Empt*, S. 37 ff.

⁷⁸³ Ebenso *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 131 f.; *Empt*, S. 126 f.; *von Bonin*, S. 91 f., 98 ff. Zum Meinungsstand im Aktienrecht s. *Empt*, S. 126 ff.; *Hefermehl/Spindler* in: Münchener Kommentar AktG, § 76 Rdnr. 53 ff.

⁷⁸⁴ Ebenso *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 131 f.; *Fleischer* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 20; *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 158; *Empt*, S. 127 ff.; *Hefermehl/Spindler* in: Münchener Kommentar AktG, § 76 Rdnr. 53 f.; *Mülbert*, ZGR 1997, 129, 147 ff.; s. a. *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 134 f.

⁷⁸⁵ *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 158 ff.; *Empt*, S. 126 ff., 137; *Mülbert* in: Crezelius/Hirte/Vieweg (Hrsg.), S. 421, 424 (in Abweichung von *Mülbert*, ZGR 1997, 129, 172); *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 134 f.; *Paefgen*, S. 65; weitergehend wohl *Adams*, AG 1990, 243, 246 f. Auch der Deutsche Corporate Governance Kodex trägt zur Klärung des Streits nichts bei; vgl. Ziff. 4.1.1 des Kodex: „Er ist dabei an das Unternehmensinteresse gebunden und der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet“ (Hervorhebung durch den Verfasser). Dazu *Empt*, S. 125 f.; *Hefermehl/Spindler* in: Münchener Kommentar AktG, § 76 Rdnr. 78.

teressengruppen im Einzelfall gegeneinander abzuwägen.⁷⁸⁶ Den Interessen der Anteilseigner gebührt kein genereller Vorrang vor den Interessen anderer Gruppen.⁷⁸⁷ In diesen weiten Grenzen besteht jedoch Raum für die Umsetzung des „shareholder value“-Gedankens, soweit man darunter versteht, dass den Interessen der Anteilseigner in einer konkreten Interessenabwägung ein überwiegendes Gewicht zukommen kann.⁷⁸⁸

Allerdings sprechen die dargestellten rechtsökonomischen Argumente dafür, den Interessen der Anteilseigner grundsätzlich vorrangige Bedeutung zuzugestehen.⁷⁸⁹ Dabei kann auch auf neuere Gesetzgebung wie das Gesetz über die Kontrolle und Transparenz im Unternehmen (KonTraG) von 1998⁷⁹⁰ verwiesen werden.⁷⁹¹ Die Veränderungen im Aktienrecht der letzten 10 Jahre durch Gesetzgeber und Rechtsprechung haben die verbandsrechtlichen Wurzeln des Aktiengesetzes immer weiter beschnitten.⁷⁹² Dadurch werden Arbeitnehmer, Gläubiger, Lieferanten und Abnehmer nicht schutzlos gestellt. Vielmehr ist – im Einklang mit der dargestellten Argumentation auf Grundlage der Theorie residualer Verfügungsrechte – auf den Schutz durch andere Rechtsgebiete außerhalb des Aktienrechts hinzuweisen.⁷⁹³

⁷⁸⁶ Hüffer, § 76 Rdnr. 12; s. a. Kort in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), § 76 Rdnr. 64; Klöhn, ZGR 2008, 110, S. 118 m.w.N.

⁷⁸⁷ Hüffer, § 76 Rdnr. 12. Auf die daran anknüpfende Diskussion um die Existenz eines eigenständigen „Unternehmensinteresses“ wird im Folgenden nicht eingegangen; s. dazu im Überblick Hefermehl/Spindler in: Münchener Kommentar AktG, § 76 Rdnr. 57 ff.; Hüffer, § 76 Rdnr. 15; Zöllner in: Zöllner (Hrsg.), Einl. Rdnr. 129 ff.; Zöllner, AG 2003, 2, 7 f.; Empt, S. 121 ff.; von Bonin, S. 92 ff.; Schmidt/Spindler in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 515, 542 ff.; Mülb- bert, ZGR 1997, 129, 142 f., 147 ff.; Kubner, ZGR 2004, 244, 247 ff., 270 ff.; Fleischer in: Fleischer (Hrsg.), § 1 Rdnr. 21 ff.; Hopt in: Wank u.a. (Hrsg.), S. 1013, 1019 („Manches davon erinnert den heutigen Leser an mittelalterliche Theologie“).

⁷⁸⁸ Hüffer, § 76 Rdnr. 12; Hüffer, ZHR 161 (1997), 214, 217 f.; von Werder, ZGR 1998, 69, 79; Hopt, ZGR 2002, 333, 360.

⁷⁸⁹ Ebenso Fleischer in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 135; Fleischer in: Fleischer (Hrsg.), § 1 Rdnr. 30; von Bonin, S. 400; ähnlich Hefermehl/Spindler in: Münchener Kommentar AktG, § 76 Rdnr. 68; Seibt in: Schmidt/Lutter (Hrsg.), § 76 Rdnr. 12; Kort in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), § 76 Rdnr. 64; Adams, AG 1990, 243, 246 f. Weitergehend Empt, S. 199 f.; Arnold, S. 47 ff., wonach die Unternehmensleitung ausschließlich die Interessen der Anteilseigner zu verfolgen hat.

⁷⁹⁰ KonTraG, BGBl. I Nr. 24 vom 30.4.1998, S. 786.

⁷⁹¹ Dazu von Bonin, S. 34 f.; Hefermehl/Spindler in: Münchener Kommentar AktG, § 76 Rdnr. 64; Ulmer, AcP 202 (2002), 143, 158 f.; Nicolaysen, S. 125 ff.; Mülb- bert in: Crezelius/Hirte/Vieweg (Hrsg.), S. 421, 433 ff.; Fleischer in: Fleischer (Hrsg.), § 1 Rdnr. 30; skeptisch Habersack/Schürnbrand in: Bayer/Habersack (Hrsg.), S. 889, S. 939 f. Daran hat auch die Einführung des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG durch das UMAG, BGBl. I Nr. 60 vom 27.9.2005, S. 2802, nichts geändert, Klöhn, ZGR 2008, 110, 134.

⁷⁹² Mülb- bert in: Crezelius/Hirte/Vieweg (Hrsg.), S. 421, 424, 433 ff.

⁷⁹³ Ebenso Fleischer in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 135 f.; Ulmer, AcP 202 (2002), 143, 158; Kort in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), § 76 Rdnr. 64.

Neben dieser aktienrechtlichen Debatte bietet auch das Übernahmerecht ein facettenreiches Bild. Gemäß § 3 Abs. 3 WpÜG müssen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft im Interesse der Gesellschaft handeln. Nach der Gesetzesbegründung sind die „Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und die Interessen der Gesellschaft insgesamt zu berücksichtigen.“⁷⁹⁴ Dem entspricht Art. 3 Abs. 1 lit. c der Übernahmerichtlinie, wonach Vorstand und Aufsichtsrat „im Interesse der *gesamten* Gesellschaft handeln“ müssen.⁷⁹⁵ Eine ausschließliche Orientierung der Unternehmensleitung am „shareholder value“ in Übernahmekonstellationen ist im WpÜG *de lege lata* nicht verankert.⁷⁹⁶ Damit ist aber noch nicht die Frage beantwortet, wie die unterschiedlichen Interessen von Anteilseignern, Arbeitnehmern und weiteren Gruppen zu gewichten sind.

Auf der einen Seite spricht manches dafür, dass das Gesetz keine hierarchische Abstufung der Interessen unterschiedlicher Gruppen kennt. So sieht das WpÜG zahlreiche Vorschriften vor, die den Interessen von Arbeitnehmern dienen (unter anderem §§ 10 Abs. 5, 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 2, 14 Abs. 4, 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 2, 27 Abs. 2, 27 Abs. 3 S. 2 WpÜG). Durch die Umsetzung der Übernahmerichtlinie wurden die Unterrichtungspflichten gegenüber den Arbeitnehmern noch erweitert.⁷⁹⁷

Auf der anderen Seite soll das Verbot des § 33 WpÜG nach dem Willen des Gesetzgebers sicherstellen, dass die *Anteilseigner* selbst über die Annahme des Übernahmeangebots entscheiden können.⁷⁹⁸ Daraus kann hergeleitet werden, dass der Vorstand der Zielgesellschaft vorrangig die Interessen der Anteilseigner zu berücksichtigen hat.⁷⁹⁹ Auch hier lässt sich der rechtsökonomische Befund fruchtbar machen, dass die Interessen von Gläubigern und Arbeitnehmern vornehmlich durch andere Rechtsgebiete – insbesondere das allgemeine Zivil-, das Arbeits- und das Insolvenzrecht – gewährleistet werden.⁸⁰⁰

⁷⁹⁴ Bundesregierung, BT-Drs. 14/7034 vom 5.10.2001, S. 1, 35.

⁷⁹⁵ (Hervorhebung durch den Verfasser); s. a. Erwägungsgrund 17 der Übernahmerichtlinie, ABl. EG Nr. L 142 vom 30.4.2004, S. 12, 13.

⁷⁹⁶ *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 145; *Schüppen* in: Haarmann/Schüppen (Hrsg.), § 3 Rdnr. 25; *Grunewald* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 13; zurückhaltend *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 386.

⁷⁹⁷ Bundesregierung, BT-Drs. 16/1003 vom 17.3.2006, S. 1, 13.

⁷⁹⁸ Bundesregierung, BT-Drs. 14/7034 vom 5.10.2001, S. 1, 57. Allerdings ist an anderer Stelle der Gesetzesbegründung zu lesen, dass die Unternehmensleitung auch während des gesamten Übernahmeverfahrens „zur Wahrnehmung der in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und des Gemeinwohls verpflichtet ist“, Bundesregierung, BT-Drs. 14/7034 vom 5.10.2001, S. 1, 58.

⁷⁹⁹ Ebenso *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 146; *Schwennicke* in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), § 3 Rdnr. 25; weitergehend *Wackerbarth* in: Münchener Kommentar AktG, § 3 WpÜG Rdnr. 21; a.A. *Baums/Hecker* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 3 Rdnr. 32 ff.

⁸⁰⁰ *Schwennicke* in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), § 3 Rdnr. 26.

Schließlich spielt die allgemeine aktienrechtliche Diskussion zum „shareholder value“ auch im Übernahmerecht eine Rolle. Die allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Pflichten der Gesellschaftsorgane werden durch § 3 Abs. 3 WpÜG nicht außer Kraft gesetzt.⁸⁰¹ Damit sind die Verhaltenspflichten der §§ 93, 116 AktG und der Leitungsauftrag des § 76 Abs. 1 AktG auch im Übernahmerecht von Bedeutung.⁸⁰² Bei der Bestimmung der Verhaltenspflichten eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters im Sinne des § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG ist auf die aktienrechtlichen Grundsätze – insbesondere §§ 93 Abs. 1 S. 2, 317 Abs. 2 AktG – zurück zu greifen.⁸⁰³ Damit lässt sich die aktienrechtlich begründete Orientierung am „shareholder value“ auch im Übernahmerecht fruchtbar machen.

Auch wenn die hier vertretene Position nicht unumstritten ist, darf die praktische Bedeutung des Streits um „shareholder“ oder „stakeholder value“ nicht überschätzt werden. Dies gilt sowohl für das Aktien-⁸⁰⁴ als auch das Übernahmerecht. Im Übernahmerecht wird die Debatte dadurch entschärft, dass dem Vorstand aufgrund der Formulierung der §§ 33 Abs. 1 S. 2, § 33a Abs. 2 S. 2 Nr. 2, 3 WpÜG bei der Ausgestaltung von Abwehrmaßnahmen relativ weite Handlungsspielräume verbleiben.⁸⁰⁵ Die rechtsdogmatische Frage nach einer abstrakten Gewichtung der Interessen unterschiedlicher Interessengruppen

⁸⁰¹ Bundesregierung, BT-Drs. 14/7034 vom 5.10.2001, S. 1, 35.

⁸⁰² *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 144.

⁸⁰³ Bundesregierung, BT-Drs. 14/7034 vom 5.10.2001, S. 1, 58; *Hirte* in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 72 ff.; *Fuchs* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 22 Rdnr. 32.

⁸⁰⁴ *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 136 f.; *Eidenmüller*, JZ 2001, 1041, 1043; *Hopt* in: Wank u.a. (Hrsg.), S. 1013, 1019 f. Dies gilt insbesondere, wenn das Interesse der Anteilseigner nicht kurz-, sondern mittel- und langfristige verstanden wird.

⁸⁰⁵ Auch im Rahmen von § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG ist die „business judgment rule“ im Sinne des ARAG-Urteils des BGH (NJW 1997, 1926) und § 93 Abs. 1 S. 2 AktG anwendbar; *Habersack* in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), vor § 311 Rdnr. 17; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 6 f.; *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 148; *Grundmann/Möslein*, ZVglRWiss 102 (2003), 289, 328; *Tröger*, DZWIR 2002, 397, 402 f.; *Hirte* in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 69; *Noack* in: Schwark (Hrsg.), § 33 WpÜG Rdnr. 12; *Drygala*, ZIP 2001, 1861, 1865; *Paefgen*, S. 374; *Krause/Pöttsch* in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 161 f.; *Hirte* in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 69; *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150, 154; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 6 f., 9 f.; *Fuchs* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 22 Rdnr. 123. Dies lehnt eine Meinung mit der Begründung ab, die „business judgment rule“ setze ein Fehlen von Interessenkonflikten voraus. Dies sei in Übernahmesituationen nicht der Fall; s. *Fleischer* in: Wank u.a. (Hrsg.), S. 827, 841 ff.; *Fleischer*, ZIP 2004, 685, 691; *Lutter*, ZIP 2007, 841, 844; *von Hein*, S. 894. Dem ist zu entgegen, dass die ARAG-Grundsätze auch bei den Parallelbestimmungen der §§ 311, 317 Abs. 2 AktG zur Anwendung kommen; *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 148; s. weiterhin *Fuchs* in: *Fleischer* (Hrsg.), § 22 Rdnr. 123. Teilweise wird allerdings gefordert, dass an den Entlastungsbeweis des Vorstands besonders hohe Anforderungen zu stellen seien; *Hirte* in: Hirte/Bülow (Hrsg.), § 33 Rdnr. 69; *Krause/Pöttsch* in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 162; *Möslein*, S. 567; kritisch *Paefgen*, S. 371.

verliert damit an praktischer Bedeutung.⁸⁰⁶ Zumindest lässt sich durch die Einbeziehung aller Interessen bei grundsätzlicher Bevorzugung der Interessen der Anteilseigner ein Gleichklang der aktien- und übernahmerechtlichen Vorschriften erzielen.

(4) Zusammenfassung

Insgesamt zeigt die rechtsökonomische Analyse, dass gesellschaftsrechtliche Fragestellungen auf Kategorien der Vertragstheorie zurückgeführt werden können. Dies rechtfertigt es, in einer Untersuchung der Grenzen zwingenden Vertragsrechts auch ein gesellschaftsrechtliches Anwendungsbeispiel zu analysieren.

Die ökonomische Theorie hat über die letzten Jahrzehnte versucht, immer mehr Aspekte der komplexen Organisationsstrukturen, die in der Realität in Gesellschaften beobachtet werden können, in ökonomischen Modellen abzubilden.⁸⁰⁷ Heute versteht die ökonomische Analyse Gesellschaften primär als Netzwerk von Verträgen, deren Innenleben von Prinzipal-Agenten-Beziehungen gekennzeichnet ist.⁸⁰⁸ Jedoch sind zunehmend Versuche erkennbar, die Theorie residueller Verfügungsrechte von *Grossman*, *Hart* und *Moore* in die Analyse zu integrieren.⁸⁰⁹ Erst diese Theorie kann erklären, dass auch in einem Netzwerk von Verträgen (residuale) Eigentümer der Gesellschaft existieren müssen. Ein Vergleich der Unvollständigkeit der Vertragsbeziehungen ergibt, dass die residuale Kontrolle über die Gesellschaft den Anteilseignern zugewiesen werden sollte. Daraus folgt auch, dass die Unternehmensleitung die Unternehmensführung an den Interessen der Anteilseigner ausrichten sollte. Eine solche rechtsökonomische Fundierung des „shareholder value“-Konzepts kann auch – mit gewissen dogmatischen Einschränkungen, deren praktische Relevanz nicht überschätzt werden sollte – im geltenden Aktien- und Übernahmerecht verankert werden.

All diese Überlegungen waren notwendig, um die Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung mit Hilfe der normativen Wohlfahrtstheorie analysieren zu können.⁸¹⁰ Dies soll im weiteren Verlauf der Untersuchung geschehen. Davor sei jedoch betont, dass die ökonomische Analyse des Gesellschaftsrechts in Europa an einem spezifischen Rezeptionsdefizit leidet. Gerade im Gesellschaftsrecht ist die weltweite rechtsökonomische Debatte stark von U.S.-amerikanischen Rechtswissenschaftlern und

⁸⁰⁶ Ebenso *Fleischer* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 129, 146, 149: „[Der Einfluss der Debatte] auf die Lösung konkreter Sachfragen sollte ... nicht überschätzt werden“; s. a. *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 240.

⁸⁰⁷ *Hart*, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1758 (1989).

⁸⁰⁸ *Empt*, S. 140 f.; *Ruffner*, S. 127; kritisch *Klausner*, 31 J. Corp. L. 779 (2006).

⁸⁰⁹ *Burk*, 71 U. Chi. L. Rev. 3, 581 (2004).

⁸¹⁰ Allgemein zur Wohlfahrtstheorie s. oben Teil 2, C.III, S. 26.

Ökonomen geprägt. Dies ist problematisch, da die Eigentümerstrukturen in U.S.-amerikanischen und kontinentaleuropäischen beziehungsweise deutschen Unternehmen nicht identisch sind.⁸¹¹ In den USA spielt die Unternehmensfinanzierung über einen breit gestreuten Kapitalmarkt eine große Rolle. Das Hauptproblem, dem sich das U.S.-amerikanische Gesellschaftsrecht vor diesem Hintergrund widmet, ist die Kontrolle der Unternehmensleitung durch die Anteilseigner. Dies trägt dazu bei, dass sich die ökonomische Analyse von Gesellschaften in so zentraler Weise mit dem Interessenkonflikt zwischen Unternehmensleitung und Anteilseigner beschäftigt.

In Kontinentaleuropa liegt das Aktienkapital immer noch oft in den Händen eines Mehrheitsaktionärs.⁸¹² In einem solchen Umfeld kann der Konflikt zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionär das wichtigere Prinzipal-Agenten-Problem sein als der Konflikt zwischen Unternehmensleitung und Anteilseigner.⁸¹³ Die Prinzipal-Agenten-Theorie ist zwar grundsätzlich auch geeignet, Konflikte zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionär sowie zwischen anderen Interessengruppen zu analysieren.⁸¹⁴ Dennoch konzentriert sich die europäische ökonomische Analyse des Gesellschaftsrechts gemeinhin auf die Analyse des Konflikts zwischen Unternehmensleitung und Anteilseigner. Dies liegt neben dem U.S.-amerikanischen Ursprung der Debatte zumindest auch daran, dass sich multipolare Interessenkonflikte schwerer modellieren lassen.⁸¹⁵

Es kann im vorliegenden Rahmen nicht darum gehen, eine ökonomische Theorie des Gesellschaftsrechts zu entwerfen, welche die Besonderheiten kontinentaleuropäischer Kapitalstrukturen umfassend berücksichtigt. Dies ist ein eigenes Forschungsprojekt, welches der speziell gesellschaftsrechtlichen Literatur vorbehalten bleiben muss.⁸¹⁶ Auch mag der Bedarf für eine solche Theorie abnehmen, wandeln sich doch die Kapitalstrukturen in Deutschland und anderen kontinentaleuropäischen Märkten zunehmend.⁸¹⁷ Gleichwohl sprechen diese Erwägungen – zusätzlich zu allgemeinen methodischen Problemen der ökonomischen

⁸¹¹ Allgemein zu den Problemen einer transatlantischen Rezeption im Gesellschaftsrecht s. von *Hein*, S. 883 ff.

⁸¹² Dazu oben Teil 3, bei Fn. 561.

⁸¹³ *Fleischer*, ZGR 2007, 500, 70; *Hertig* in: Baums/Hopt/Horn (Hrsg.), S. 265, 273; *Hopt* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 104, 110; s. a. von *Hein*, S. 888 ff.

⁸¹⁴ S. beispielsweise oben Teil 3, Fn. 740.

⁸¹⁵ Eine positivere Formulierung ist, dass eine Ausrichtung der Unternehmensführung an multipolaren Interessen keine klare Zielfunktion aufweisen würde und letztlich kein Prinzipal-Agenten-Problem wirklich lösen würde; dazu oben Teil 3, bei Fn. 730 f. Zum zugrunde liegenden Problem der rechtsökonomischen Analyse s. unten Teil 4, bei Fn. 20.

⁸¹⁶ Vgl. beispielsweise *Kraakman u.a.*, S. 2 ff., 21 ff.; *Hopt* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 104, 112 ff.; *Arnold; Klöhn*, ZGR 2008, 110. Zur allgemeinen Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, C, S. 8.

⁸¹⁷ Dazu unten Teil 3, bei Fn. 840 ff.

mischen Analyse des Rechts⁸¹⁸ – dafür, sich vor vorschnellen, weit reichenden normativen Rückschlüssen aus einer ökonomischen Analyse des Übernahmerechts zu hüten.⁸¹⁹ Entsprechend der allgemeinen Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung⁸²⁰ sollen dennoch im weiteren Verlauf die Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen aus Sicht der Wohlfahrtstheorie betrachtet werden. Die geäußerten Vorbehalte sind in der abschließenden Bewertung dieser Analyse zu berücksichtigen.

cc) Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen

(1) Einführung

Ausgerüstet mit den Grundbausteinen einer ökonomischen Analyse des Gesellschaftsrechts kann sich die Untersuchung im weiteren Verlauf der Frage widmen, welche Auswirkungen es hat, wenn die Unternehmensleitung eigenmächtig Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote ergreifen kann.

Eine solche rechtsökonomische Analyse muss sich in drei Schritten vollziehen, die aufeinander aufbauen, jedoch nicht immer hinreichend getrennt werden.⁸²¹ Zunächst muss untersucht werden, welche Auswirkungen Unternehmensübernahmen aus ökonomischer Perspektive haben können (unten Teil 3, D.II.2.b)cc)(2), S. 180). Darauf aufbauend ist zu untersuchen, welche Auswirkungen Abwehrmaßnahmen im Allgemeinen haben können, und zwar unabhängig davon, ob die Abwehrmaßnahmen von der Unternehmensleitung oder den Anteilseignern der Zielgesellschaft implementiert beziehungsweise initiiert werden (unten Teil 3, D.II.2.b)cc)(3), S. 184). Erst dann kann die Frage beantwortet werden, welche Auswirkungen eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung haben (unten Teil 3, D.II.2.b)cc)(4), S. 188).

⁸¹⁸ Dazu unten Teil 4, A, S. 311.

⁸¹⁹ Daneben trennt die juristische Literatur, die sich Abwehrmaßnahmen aus einer rechtsökonomischen Perspektive widmet, nicht immer hinreichend zwischen den Auswirkungen von Abwehrmaßnahmen auf einzelne Interessengruppen (wie Anteilseigner oder Arbeitnehmer) und den Auswirkungen auf die aggregierte Wohlfahrt. Allokations- und Verteilungsfragen werden also vermengt. Dies liegt unter anderem daran, dass eine vollständige Wohlfahrtsanalyse von Abwehrmaßnahmen außerordentlich schwierig durchzuführen ist; s. *Kaban/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 489 f. (2003); *Grundmann* in: Hopt u.a. (Hrsg.), S. 421, 428. Auch dieser Umstand mahnt zur Vorsicht bezüglich einer zu weit reichenden normativen Interpretation der folgenden Analyse.

⁸²⁰ Dazu oben Teil 1, C, S. 19.

⁸²¹ Dazu auch unten Teil 3, Fn. 872. Zur Abschichtung dieser Fragen s.a. *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 717 f.

(2) *Erster Schritt: Auswirkungen von Unternehmensübernahmen*

Im ersten Schritt ist zu untersuchen, welche Wohlfahrtsauswirkungen Unternehmensübernahmen haben. Hierzu existiert eine nahezu unüberschaubare ökonomische Debatte. Es lassen sich sowohl positive als auch negative Auswirkungen von Unternehmensübernahmen identifizieren.⁸²²

(a) *Positive Auswirkungen.* Unternehmensübernahmen können aufgrund von Synergieeffekten zu Wohlfahrtssteigerungen führen. Sie können auch Prinzipal-Agenten-Probleme in einer Gesellschaft lindern oder beseitigen. Wie oben dargestellt,⁸²³ besteht zwischen Anteilseignern und Unternehmensleitung eine Prinzipal-Agenten-Beziehung. Verborgene Informationen und Handlungen der Unternehmensleitung führen zum moralischen Risiko, dass die Unternehmensleitung ihren Informationsvorsprung zur Verfolgung eigener Ziele missbraucht.⁸²⁴ Die Prinzipal-Agenten-Theorie beschäftigt sich mit der Frage, welche indirekten Mechanismen der Verhaltenssteuerung den Anteilseignern in einer solchen Situation zur Verfügung stehen.⁸²⁵

Neben der Einführung einer leistungsabhängigen Vergütung, der Disziplinierung durch den Produktmarkt und der Überwachung durch den Aufsichtsrat oder sonstige Dritte (beispielsweise Gläubiger)⁸²⁶ ist der Arbeitsmarkt für Manager ein wichtiger Kontrollmechanismus.⁸²⁷ Ein Misserfolg bei der Geschäftsführung einer Gesellschaft reduziert die Reputation des Managers und erschwert damit sein berufliches Fortkommen.⁸²⁸ Damit hängt der Markt für Unternehmenskontrolle zusammen.⁸²⁹ Für eine Bietergesellschaft lohnt sich eine Unternehmensübernahme nur, wenn aus ihrer Sicht die Leistung der amtierenden Unternehmensleitung der Zielgesellschaft verbesserungswürdig und die Zielgesellschaft aufgrund der schlechten Leistung der Unternehmensleitung an der Börse unterbewertet ist. Durch ein Auswechseln der Unternehmensleitung nach der Übernahme hofft die Bietergesellschaft, den Börsenwert der Zielgesellschaft zu erhöhen.⁸³⁰

⁸²² Einen Überblick geben *Liekefett*, RIW 2004, 824, 825 f.; *Fleischer* in: *Fleischer/Kalss*, S. 34 ff.; *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 706 f.; *Coppik*, S. 108 ff.; *Romano*, 9 Yale J. Reg. 119 (1992); *Hirshleifer* in: *Newman/Milgate/Eatwell* (Hrsg.), S. 648 ff.; *Becht/Bolton/Röell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 829, 848 ff., 878 ff.; *Dimke*, S. 227 ff.; *Bittlingmayer* in: *Bouckaert/De Geest* (Hrsg.), S. 725.

⁸²³ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)bb)(2), S. 160.

⁸²⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 707 ff.

⁸²⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 715.

⁸²⁶ Zu alledem s. oben Teil 3, bei Fn. 716 ff.

⁸²⁷ Grundlegend *Fama*, J. Pol. Econ. 88 (1980), 288; s.a. *von Bonin*, S. 188 ff.; *Nicolaysen*, S. 96; *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 704; *Arnold*, S. 231 ff. Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 719.

⁸²⁸ *Ruffner*, S. 234.

⁸²⁹ Grundlegend *Manne*, J. Pol. Econ. 73 (1965), 110, 112 ff.; s.a. *von Bonin*, S. 191 ff.; *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 704.

⁸³⁰ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1450; *von Bonin*, S. 191.

Die amtierenden Mitglieder der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft antizipieren dies. Da ihnen bei einer Unternehmensübernahme oftmals der Verlust ihres eigenen Arbeitsplatzes droht,⁸³¹ versuchen sie, ihre Leistung zu steigern, damit es erst gar nicht zu Übernahmeversuchen kommt. Wenn Aufsichtsrat und Hauptversammlung als Überwachungsorgane versagen, entfaltet eine drohende Unternehmensübernahme eine disziplinierende Wirkung auf den Vorstand einer Aktiengesellschaft. Drohende Unternehmensübernahmen stimmen die Anreize der Unternehmensleitung auf die Anreize der Anteilseigner ab, das Prinzipal-Agenten-Problem wird gelindert.⁸³²

In den USA hat sich in den letzten Jahrzehnten eine reichhaltige empirische Literatur mit der Frage beschäftigt, ob die Vorhersagen dieses Modells in der Realität zutreffen. Diese Untersuchungen wurden in der deutschen Literatur schon umfassend aufbereitet.⁸³³ An dieser Stelle soll der Hinweis genügen, dass der empirische Befund zwar uneinheitlich ist. Allerdings lässt sich in der Tendenz sagen, dass der Befund die Thesen stützt, dass Unternehmensübernahmen effizienzsteigernd sind und eine disziplinierende Wirkung auf die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft ausüben.⁸³⁴ Regelmäßig profitieren die Aktionäre der Zielgesellschaft – und nicht die Aktionäre der Bietergesellschaft –

⁸³¹ Assmann/Bozenhardt in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 1, 16; Habersack, § 10 Rdnr. 5; Schanz, NZG 2007, 927; Krause/Pöttsch in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 6.

⁸³² Tirole, Corporate Finance, S. 43; Merkt/Göthel, Rdnr. 67; von Bonin, S. 191; Mülberr/Birke, WM 2001, 705, 706; Coppik, S. 236; skeptisch Assmann/Bozenhardt in: Assmann u.a. (Hrsg.), S. 1, 46. Der Markt für Unternehmenskontrolle kann das Prinzipal-Agenten-Problem in ähnlicher Weise lindern wie die Existenz eines großen Anteilseigners oder einer starken Hausbank als Investor einer Gesellschaft; zu diesem Zusammenhang s. Hellwig in: Vives (Hrsg.), S. 95 f. Zur Frage, ob diese Analyse zu modifizieren ist, wenn Kapitalmärkte nicht effizient sind, s. Wachter, 151 U. Pa. L. Rev. 787 (2003).

⁸³³ Mülberr/Birke, WM 2001, 705, 707 ff.; Spindler, AG 1998, 53, 66 f.; Liekefett, RIW 2004, 824, 825; Dimke, S. 220 ff.; s.a. Goergen/Manjon/Renneboog, Intern. Rev. L. & Econ. 28 (2008), 175, 185 f.

⁸³⁴ Mülberr/Birke, WM 2001, 705, 707 f.; Liekefett, RIW 2004, 824, 825; Becht/Bolton/Röell in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 829, 883; s.a. Merkt/Göthel, Rdnr. 55 ff.; skeptisch Arnold, S. 244 f. Bertrand/Mullainathan, J. Polit. Econ. 111 (2003), 1043, weisen in den USA empirisch nach, dass die Einführung von „anti-takeover statutes“ – also einer gesetzlichen Erschwerung von Übernahmen, dazu oben Teil 3, bei Fn. 631 ff. – zu höheren Löhnen für Arbeitnehmer, aber zu geringerer Produktivität und Profitabilität des Unternehmens führt. Daraus schließen die Autoren, dass die Unternehmensleitung nach Einführung der „anti-takeover statute“ gegenüber den Arbeitnehmern großzügiger werden, um harte, aber eigentlich notwendige Konflikte zu vermeiden. Das geringere Risiko einer Unternehmensübernahme führt zu einem Qualitätsverlust der Unternehmensleitung. Zu empirischen Untersuchungen, welche Auswirkungen „anti-takeover statutes“ auf die Wahl des Gründungssitzes der einer Gesellschaft haben, s. Kahan, J. L. Econ. & Organ. 22 (2006), 340, 341, 345 f. m.w.N.; s.a. Tirole, Corporate Finance, S. 430 f.

von einer Übernahme.⁸³⁵ Die bei einer Übernahme gezahlte Kontrollprämie kann 50 % des aktuellen Kurswerts der Aktie und mehr betragen.⁸³⁶

In Kontinentaleuropa ist die empirische Literatur vergleichsweise dünn gesät.⁸³⁷ Angesichts der Tatsache, dass feindliche Übernahmen in Kontinentaleuropa früher recht selten auftraten, ist dies nicht verwunderlich. Lange war umstritten, ob es in Deutschland überhaupt eine effektive Kontrolle der Unternehmensleitungen durch einen funktionierenden Markt für Unternehmensübernahmen gibt.⁸³⁸ Im internationalen Vergleich waren deutsche börsennotierte Aktiengesellschaften stärker durch Banken finanziert. Auch waren Ring- und Überkreuzverflechtungen charakteristisch für die „Deutschland AG“. Diese Kapitalstrukturen führten dazu, dass Unternehmensübernahmen schwierig waren und der Kapitalmarkt weniger disziplinierende Wirkungen auf die Unternehmensleitung haben konnte als in anderen Ländern.⁸³⁹

Allerdings hat der Wandel der Eigentümerstruktur in Deutschland längst eingesetzt. Die Bedeutung des offenen Kapitalmarkts für die Unternehmensfinanzierung wächst ständig.⁸⁴⁰ Der Rückzug von Großbanken aus der traditionellen Rolle als Unternehmenskontrolleure hat zur anwachsenden Bedeu-

⁸³⁵ Dazu *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 49 ff.; *Franks/Harris/Titman*, *J. Fin. Econ.* 29 (1991), 81; *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1423; *Bittlingmayer* in: Bouckaert/De Geest (Hrsg.), S. 725, 742 ff.; *Bhagat/Romano* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 945, 987; *Ferrarini* in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), S. 223, 241; *McCabery u.a.* in: Ferrarini u.a. (Hrsg.), S. 575, 605 ff.; *Dimke*, S. 51 ff.; *Armour/Skeel*, 95 *Geo. L.J.* 1727, 1740 (2007).

⁸³⁶ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1322.

⁸³⁷ *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 708.

⁸³⁸ *von Bonin*, S. 191 m.w.N.

⁸³⁹ *Adams*, AG 1994, 148, 149 ff., 153; *Nicolaysen*, S. 92 f.; *Mertens*, AG 1990, 252, 254 f.; *von Bonin*, S. 191; *Adams*, AG 1989, 333; *Adams*, AG 1990, 243; *Spindler*, AG 1998, 53, 68 f. Zur Analyse der wenigen feindlichen Übernahmen bis in die 1990er Jahre s. *Franks/Mayer* in: Hopt u.a. (Hrsg.), S. 641. Stattdessen konnten Banken und andere große Anteilseigner auf die Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft eine disziplinierende Wirkung ausüben; s. *Nicolaysen*, S. 93; s.a. oben Teil 3, Fn. 832.

⁸⁴⁰ 2007 gehörten die 30 größten deutschen börsennotierten Unternehmen mehrheitlich ausländischen Investoren. 1997 hatte der Anteil ausländischer Investoren erst 10 % betragen. Die Aussage bezieht sich allerdings nur auf institutionelle und strategische, nicht auf private Investoren; s. Handelsblatt Nr. 243 vom 17.12.2007, S. 1, 14. Während im Jahr 2001 nur 2,6 % der Anteile an deutschen Aktiengesellschaften in den Händen U.S.-amerikanischer Investmentfonds, Pensionskassen und anderer U.S.-amerikanischer institutioneller Investoren lagen, betrug der Anteil 2006 schon 18 %; s. Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 13 vom 16.1.2008, S. 22. S. weiterhin Deutsches Aktieninstitut, Tabellen 08.1-2, 08.1-2-a, 08.1-3, 08.1-3-a, 08.1-3-c; *Schwetzler/Sperling*, AG-Report 2008, R468; *Assmann* in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 25 f.; *Rudolf* in: *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 4 ff.; *Semler* in: *Schneider u.a.* (Hrsg.), S. 721, 733; *Hopt* in: *Aderhold u.a.* (Hrsg.), S. 1039, 1040 f.; *Fleischer*, BKR 2006, 389, 390; *Caspari*, NZG 2005, 98, 99; *Siems*, S. 364 ff.; zurückhaltender *von Hein*, S. 376 ff.; *Goergen/Manjon/Renneboog*, Intern. Rev. L. & Econ. 28 (2008), 175, 191. Allgemein zum Verhältnis zwischen institutionellen Investoren und „corporate governance“ s. *Schmolke*, ZGR 2007, 701; *Becht/Bolton/Röell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 829, 857 ff.; *Bak*, S. 122 ff.; *Assmann* in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 26.

tung externer Unternehmenskontrolle durch den Kapitalmarkt geführt.⁸⁴¹ Auch haben die (freundlichen und feindlichen) Unternehmensübernahmen in den letzten Jahren deutlich zugenommen.⁸⁴² Die Übernahmeschlacht zwischen Vodafone und Mannesmann in den Jahren 1999 und 2000,⁸⁴³ zwischen Bayer, Schering und Merck im Jahr 2006⁸⁴⁴ oder zwischen Schaeffler und Continental im Sommer 2008⁸⁴⁵ sind Zeichen dieser Entwicklung. Daher erscheint es angebracht, die ökonomischen Modelle und empirischen Untersuchungen zu den disziplinierenden Wirkungen von Unternehmensübernahmen in Prinzipal-Agenten-Beziehungen auch für die kontinentaleuropäische und deutsche Debatte fruchtbar zu machen.⁸⁴⁶

Insgesamt zeigt sich, dass Unternehmensübernahmen durch die Linderung von Prinzipal-Agenten-Problemen und durch Synergieeffekte zu Wohlfahrtssteigerungen führen können.

(b) *Negative Auswirkungen.* Allerdings können Unternehmensübernahmen auch negative Wohlfahrtsauswirkungen haben. Unterstützt die Unternehmensleitung der Bietergesellschaft den Übernahmeversuch, weil sie mit der Übernahme persönliche Ziele verfolgt (insbesondere „empire building“),⁸⁴⁷ ihre eigenen Fähigkeiten überschätzt („hybris hypothesis“) oder einen Wettbewerber ausschalten will, bleibt von der dargestellten verhaltenssteuernden Wirkung von Unternehmensübernahmen nicht mehr viel übrig.⁸⁴⁸ Auch können Unternehmensübernahmen zu bloßen Umverteilungen zwischen unterschiedlichen Gruppen von Anteilseignern – beispielsweise zwischen Anteilseignern der Ziel-

⁸⁴¹ Deutsche Banken und Versicherungen hielten 1997 ca. 12 % der Anteile aller DAX30-Unternehmen. Im Jahr 2007 war der Anteil auf ca. 2 % gesunken; s. *Schwetzler/Sperling*, AG-Report 2008, R468, R470; s. weiterhin *von Hein*, S. 394 f.; *Haar*, JZ 2008, 964, 965.

⁸⁴² Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 299 vom 23.12.2006, S. 16; *von Bonin*, 191 f.; *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 344 Fn. 15; s. a. *von Hein*, S. 889 f.; zurückhaltender *Goergen/Manjon/Renneboog*, Intern. Rev. L. & Econ. 28 (2008), 175, 185 f. Zum Vergleich zwischen den USA und der Europäischen Union s. *McCahery u. a.* in: *Ferrarini u. a.* (Hrsg.), S. 575, 599 ff.

⁸⁴³ S. nur BGH NJW 2006, 522 – *Mannesmann/Vodafone*.

⁸⁴⁴ Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 299 vom 23.12.2006, S. 16.

⁸⁴⁵ Dazu Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 196 vom 22.8.2008, S. 11, 14. Dass es für Schaeffler später infolge der Finanzkrise problematisch wurde, die Übernahme zu finanzieren, ändert nichts an diesem Befund.

⁸⁴⁶ Ebenso *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 709; *von Bonin*, S. 191 f.; s. a. *Eidenmüller*, JZ 2001, 1041, 1047; *Spindler*, AG 1998, 53, 67, 68 f.; *Leyens*, JZ 2007, 1061, 1064; zurückhaltender *Hertig* in: *Baums/Hopt/Horn* (Hrsg.), S. 265, 273; *Hopt* in: *Wank u. a.* (Hrsg.), S. 1013, 1015 f.; *Hopt* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 104, 110; *Kraakman u. a.*, S. 184 ff.; *Assmann/Bozenhardt* in: *Assmann u. a.* (Hrsg.), S. 1, 12 ff., 46, 54, 112 f.; s. a. *Assmann* in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 1 Rdnr. 25; *von Hein*, S. 890. Zur Frage, ob sich die Analyse der Prinzipal-Agenten-Theorie zu Abwehrmaßnahmen verändert, wenn Kapitalmärkte nur relativ effizient sind, s. *Wachter*, 151 U. Pa. L. Rev. 787 (2003).

⁸⁴⁷ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 712.

⁸⁴⁸ *Tirole*, Corporate Finance, S. 43, 425; *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 707.

und Bietergesellschaft oder zwischen Mehrheits- und Minderheits-Anteilseignern – führen. Aus einer Wohlfahrtsperspektive ist dies als neutral zu betrachten.⁸⁴⁹

Insgesamt werden Unternehmensübernahmen jedoch regelmäßig wohlfahrtssteigernde Wirkungen zugesprochen.

(3) *Zweiter Schritt: Auswirkungen von Abwehrmaßnahmen*

Sind die allgemeinen Wohlfahrtsauswirkungen von Unternehmensübernahmen untersucht, ist in einem zweiten Schritt zu analysieren, welche Auswirkungen Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeangebote haben. Dabei wird zunächst von der Frage abstrahiert, ob die Abwehrmaßnahmen von der Unternehmensleitung oder den Anteilseignern der Zielgesellschaft implementiert beziehungsweise initiiert werden. Aus einer Wohlfahrtsperspektive lassen sich sowohl positive als auch negative Auswirkungen von Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeangebote identifizieren.⁸⁵⁰

(a) *Negative Auswirkungen.* Grundsätzlich lassen sich drei Aspekte identifizieren, wonach Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeangebote negative Auswirkungen entfalten können. Wenn Unternehmensübernahmen im Grundsatz eine wohlfahrtssteigernde Wirkung zugesprochen wird,⁸⁵¹ ist Abwehrmaßnahmen erstens skeptisch zu begegnen, weil sie Übernahmen erschweren und deren Kosten erhöhen.⁸⁵²

Zweitens haben *Lucian Bebchuk* und *Luigi Zingales*⁸⁵³ sowie *Jean Tirole*⁸⁵⁴ Übernahmekämpfe als Monopolsituationen modelliert und auf entsprechende Wohlfahrtsverluste hingewiesen. In diesen Modellen wird die Zielgesellschaft als Monopolist modelliert, die von der Bietergesellschaft übernommen werden kann oder nicht.⁸⁵⁵ Es stehen sich immer eine Ziel- und eine oder mehrere Bietergesellschaften gegenüber. Die Bietergesellschaft kann also nicht auf andere

⁸⁴⁹ Zur Trennung zwischen Allokations- und Verteilungsfragen s. schon oben Teil 1, bei Fn. 47, sowie Teil 2, Fn. 112, 224, und Teil 3, Fn. 772.

⁸⁵⁰ Im Überblick *Liekefett*, RIW 2004, 824, 833 ff.; *Müllbert/Birke*, WM 2001, 705, 712 ff.; *Fleischer* in: *Fleischer/Kalss*, S. 41; *Malatesta* in: Newman/Milgate/Eatwell (Hrsg.), S. 633, 635 ff.

⁸⁵¹ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)cc)(2), S. 180.

⁸⁵² *Müllbert/Birke*, WM 2001, 705, 709; *Fleischer* in: *Fleischer/Kalss*, S. 41; *Liekefett*, RIW 2004, 824, 833 f.

⁸⁵³ *Bebchuk/Zingales* in: Morck (Hrsg.), S. 55.

⁸⁵⁴ *Tirole*, Corporate Finance, S. 425 ff. Im Folgenden wird nur auf einige Aspekte der Modelle eingegangen. Hinsichtlich der Einzelheiten der Modelle sei auf die genannten Beiträge verwiesen.

⁸⁵⁵ Dabei sind die Interessen der Unternehmensleitung und der Anteilseigner der Zielgesellschaft identisch, es bestehen im Anfangsmodell also keine Prinzipal-Agenten-Probleme, s. *Tirole*, Corporate Finance, S. 427.

Zielgesellschaften als alternative Übernahmekandidaten zurückgreifen.⁸⁵⁶ In einem solchen Monopolmarkt kann die Zielgesellschaft einen monopolistischen Übernahmepreis verlangen, der – wie jeder Monopolpreis – über dem hypothetischen Wettbewerbspreis liegt, bei dem zahllose Zielgesellschaften um die Übernahme durch zahllose Bietergesellschaften konkurrieren würden.⁸⁵⁷ Dies führt zu dem allgemein bei Monopolen bekannten Wohlfahrtsverlust in Form eines so genannten „dead weight loss“.⁸⁵⁸ Um den erhöhten Monopolpreis zu erhalten, muss die Zielgesellschaft nicht unmittelbar einen höheren Übernahmepreis verlangen. Sie kann den Preis auch mittelbar in die Höhe treiben, indem sie Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeversuche ergreift. Abwehrmaßnahmen tragen damit zu Wohlfahrtsverlusten bei, die sich in zu seltenen Unternehmensübernahmen äußern.⁸⁵⁹ Diese Erklärung reicht freilich nur so weit, wie die Annahmen des Monopolmodells tragen.⁸⁶⁰

Als dritter Erklärungsansatz für wohlfahrtssenkende Auswirkungen von Abwehrmaßnahmen tritt eine Erklärung an, die auf der Theorie öffentlicher Güter aufbaut.⁸⁶¹ In einem einflussreichen Modell wiesen *Sanford Grossman* und *Oliver Hart* darauf hin, dass Übernahmeversuche von Unternehmen öffentliche Güter sind.⁸⁶² Gibt eine Bietergesellschaft ein Übernahmeangebot ab,

⁸⁵⁶ Zu dieser Monopolannahme s. unten Teil 3, Fn. 859.

⁸⁵⁷ Dazu im Modell *Bebchuk/Zingales* in: Morck (Hrsg.), S. 55; *Tirole*, Corporate Finance, S. 425 ff.

⁸⁵⁸ Allgemein zu den Wohlfahrtsverlusten des Monopols s. nur *Pindyck/Rubinfeld*, S. 350 ff.; *Tirole*, Industrial Organization, S. 65 ff.; *Varian*, S. 423 ff. Zum Monopol als Marktversagen s. oben Teil 2, bei Fn. 138 ff.

⁸⁵⁹ *Tirole*, Corporate Finance, S. 427 f.; *Bebchuk/Zingales* in: Morck (Hrsg.), S. 55 ff. Dies ist die Aussage eines sehr einfachen Modells, das auf einer Zeitstruktur aufbaut, in der ein Unternehmen im Zeitpunkt t_0 mit Hilfe von Investoren gegründet wird und dabei in der Unternehmensverfassung mögliche Abwehrmaßnahmen verankert werden. Zu einem späteren Zeitpunkt t_1 gibt eine Bietergesellschaft ein Übernahmeangebot ab. Die Idee des Modells ist, dass die Interessen der Bietergesellschaft im Zeitpunkt t_0 nicht berücksichtigt werden, weil sie an der Ausgestaltung der Unternehmensverfassung nicht beteiligt ist. Diese fehlende Internalisierung führt im Zeitpunkt t_1 zu einem wohlfahrtstheoretisch überhöhten Verkaufspreis. Die weiteren Annahmen des Modells legt *Tirole*, Corporate Finance, auf S. 425 ff. offen.

⁸⁶⁰ Zu den Annahmen zählt unter anderem der fehlende Wettbewerb auf Seiten der Zielgesellschaft. Wenn auf Seiten der Zielgesellschaft partielle Substitute existieren, greift die Analyse immer noch, wenn auch in abgeschwächtem Ausmaß. Weiterhin setzt das Modell voraus, dass auf Seiten der Bietergesellschaft kein Prinzipal-Agenten-Problem besteht. Verfolgt die Unternehmensleitung der Bietergesellschaft die Übernahmepläne beispielsweise, um ein Firmenimperium aufzubauen („empire building“, dazu oben Teil 3, bei Fn. 712), oder weicht ihr Verhalten von den Annahmen vollständiger Rationalität ab (beispielsweise beim „gambling for resurrection“), kann dies die Wohlfahrtsanalyse des Modells verändern; s. *Tirole*, Corporate Finance, S. 428.

⁸⁶¹ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 135 ff., sowie Teil 3, Fn. 343.

⁸⁶² *Grossman/Hart*, Bell J. Econ. 11 (1980), 42, 43; s. a. *Tirole*, Corporate Finance, S. 431; *Hertig/McCahery*, EBOR 2003, 179, 196 f.

so muss sich der einzelne Anteilseigner der Zielgesellschaft entscheiden, ob er seine Anteile an die Bietergesellschaft verkauft oder ob er die Anteile behält. Verkauft er die Anteile, realisiert er einen Gewinn in Höhe des Aufschlags, den die Bietergesellschaft pro Anteil zusätzlich zum derzeitigen Börsenwert zu zahlen bereit ist. Behält er die Anteile, realisiert er jedoch den gleichen Gewinn, da der Börsenwert der Anteile in der Höhe des von der Bietergesellschaft angebotenen Aufschlags ansteigen wird.

Daher kann der Anteilseigner darauf vertrauen, dass andere Anteilseigner ihre Anteile an die Bietergesellschaft verkaufen werden und er dadurch von der Übernahme mittelbar profitiert. Damit entfällt der Anreiz für den Anteilseigner, seine Anteile an die Bietergesellschaft zu verkaufen. Dies antizipiert die Bietergesellschaft. Damit werden Bietergesellschaften Übernahmeangebote zu selten abgeben.⁸⁶³ Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft erschweren die Unternehmensübernahme zusätzlich.⁸⁶⁴ Auch wenn hier nur die Grundzüge der Argumentation wiedergegeben werden können,⁸⁶⁵ zeigt sich doch, dass die Be-

⁸⁶³ Im Modell von *Grossman* und *Hart* werden sogar überhaupt keine Übernahmeangebote abgegeben, s. *Grossman/Hart*, Bell J. Econ. 11 (1980), 42, 45. Zu Mechanismen, mit denen Bietergesellschaften in einer solchen Situation Anreize für Übernahmeangebote gegeben werden können, s. *Tirole*, Corporate Finance, S. 432 ff.

⁸⁶⁴ S. *Grossman/Hart*, Bell J. Econ. 11 (1980), 42, 60; *Tirole*, Corporate Finance, S. 434. Dabei ist zwischen der Wohlfahrtsperspektive und der Perspektive der Anteilseigner zu unterscheiden (dazu schon oben Teil 3, Fn. 819): *Aus Sicht eines Anteilseigners* kann die Implementierung von Abwehrmaßnahmen durchaus wünschenswert sein. Aus seiner Sicht soll die Unternehmensleitung durch drohende Übernahmeangebote diszipliniert werden. Wenn aber zu viele Übernahmeveruche erfolgreich sind, sinkt der Preis, den die Anteilseigner beim Verkauf ihrer Anteile erzielen. Die Anteilseigner müssen also verhindern, dass die Bietergesellschaft bei der Übernahme ein „zu gutes Geschäft“ macht. Die Anteilseigner stehen damit vor einem Dilemma. Entweder sie maximieren die Qualität ihrer Unternehmensleitung, erzielen bei einer Unternehmensübernahme aber einen geringen Verkaufspreis. Oder sie maximieren den Verkaufspreis bei einer Unternehmensübernahme, laufen dabei aber Gefahr, dass die Qualität der derzeitigen Unternehmensleitung sinkt. Um eine Abwägung zwischen diesen Zielen zu erreichen, können die Anteilseigner durch eine Beeinflussung des Übernahmepreises bestimmen, wie häufig eine Unternehmensübernahme erfolgreich sein wird. Die Beeinflussung des Übernahmepreises erfolgt durch die Erlaubnis von Abwehrmaßnahmen, die damit aus Sicht des Anteilseigners positive Wirkungen haben können. *Aus Wohlfahrtssicht* ist dies nicht notwendigerweise wünschenswert, da eine Unternehmensübernahme eventuell nur zu einer Vermögensumverteilung zwischen früheren Anteilseignern und Bietergesellschaft führt, die aus Wohlfahrtsperspektive irrelevant ist. Dann ist auch das Ziel der Anteilseigner, die Häufigkeit der Unternehmensübernahmen zu beeinflussen, kein relevantes Ziel. Dazu *Grossman/Hart*, Bell J. Econ. 11 (1980), 42, 60. Ein Schwerpunkt der ökonomischen Analyse von Unternehmensübernahmen liegt in der Untersuchung der Abwägung zwischen der effizienzsteigernden Wirkung von Unternehmensübernahmen und der Begrenzung von Verteilungseffekten, s. *Tirole*, Corporate Finance, S. 425.

⁸⁶⁵ Zur weiteren Entwicklung der Literatur nach *Grossman* und *Hart*, die auch auf die Grenzen dieser Argumentation hinweist, s. die Nachweise in *Tirole*, Corporate Finance, S. 434 ff.; *Hirshleifer* in: Newman/Milgate/Eatwell (Hrsg.), S. 648, 641 f.; *Becht/Bolton/Röell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 829, 849 f.; *Cadsby/Maynes*, J. Bus. 71 (1998), 537, 538, dort

trachtung von Abwehrmaßnahmen aus der Perspektive der Theorie öffentlicher Güter auf einen möglichen Wohlfahrtsverlust hinweist, der sich in zu seltenen Unternehmensübernahmen äußert.

(b) *Positive Auswirkungen.* Neben diesen drei Aspekten, die auf wohlfahrtsmindernde Effekte von Abwehrmaßnahmen hinweisen, existieren auch drei entgegengesetzte Aspekte, die auf wohlfahrtssteigernde Wirkungen hinweisen. Erstens sind Abwehrmaßnahmen zu begrüßen, wenn die Unternehmensübernahme von der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft nur betrieben wird, weil sie damit persönliche Ziele (beispielsweise das „empire building“) verfolgen oder weil sie ihre eigenen Fähigkeiten überschätzen („hybris hypothesis“).⁸⁶⁶ Zweitens können Abwehrmaßnahmen dazu verwendet werden, um eine für die Anteilseigner vorteilhafte Auktion der Zielgesellschaft unter mehreren interessierten Bietergesellschaften herbeizuführen. Dadurch können die Anteilseigner eine höhere Übernahmeprämie erzielen.⁸⁶⁷ Dies kann von den Anteilseignern antizipiert werden und zu einer höheren Investitionsbereitschaft führen.⁸⁶⁸ Das Verbot von Abwehrmaßnahmen kann daher Investitionsanreize vermindern.⁸⁶⁹

Drittens hat *Lucian Bebchuk* darauf hingewiesen, dass Anteilseigner der Zielgesellschaft einem faktischen Zwang ausgesetzt sein können, ein Übernahmeangebot schnell anzunehmen („pressure to tender“). Bei einer großen Publikumsgesellschaft könnten die Anteilseigner ihre Reaktionen auf ein Übernahmeangebot nicht koordinieren. Jeder Anteilseigner müsse daher mit der Möglichkeit rechnen, dass die übrigen Anteilseigner auf das Angebot eingehen. Würde der Anteilseigner in einer solchen Situation das Angebot ablehnen,

auch zur experimentellen Überprüfung des Modells. Insbesondere sind die Arbeiten von *Bengt Holmström* und *Barry Nalebuff* erwähnenswert, die zeigen, dass die Analyse von *Grossman* und *Hart* voraussetzt, dass jeder Anteilseigner nur eine Aktie hält. Hält ein Anteilseigner mehrere Aktien, kann er einen Teil seiner Aktien verkaufen. Dies erhöht einerseits die Chancen, dass die Übernahme erfolgreich ist. Andererseits wird dadurch der Wert der nicht verkauften Aktien erhöht. Durch den Verkauf einiger Aktien kann der Anteilseigner einen positiven externen Effekt auf die nicht verkauften Aktien hervorrufen. Dadurch wird das Problem der Bereitstellung des öffentlichen Guts „Unternehmensübernahme“ gelindert, s. *Holmström/Nalebuff*, *J. Econ. & Mgmt. Strategy* 1 (1992), 37. Zu weiteren Mechanismen, um das Problem zu beseitigen, s. *Hertig/McCahery*, *EBOR* 2003, 179, 197 m.w.N.

⁸⁶⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 848.

⁸⁶⁷ *Kirchner/Painter*, *EBOR* 2000, 353, 357; *Bergström u.a.*, 1995 *Colum. Bus. L. Rev.* 495, 510. Dies ist zunächst nur ein Verteilungsargument. Führt die Antizipation der höheren Übernahmeprämie *ex ante* zu einer erhöhten Investitionsbereitschaft der Anteilseigner, wird daraus ein Effizienzargument.

⁸⁶⁸ Jedoch ist die Kritik von *Mülbert/Birke*, *WM* 2001, 705, 712; *Fleischer* in: *Fleischer/Kalss*, S. 41, 104 ff.; *Liekefett*, *RIW* 2004, 824, 834, berechtigt, wonach Anteilseigner oftmals effektivere Möglichkeiten haben, um eine für sie vorteilhafte Auktion herbeizuführen. Zur Bedeutung flexibler Verhandlungsstrategien s. unten Teil 3, bei Fn. 896 ff.

⁸⁶⁹ *Mülbert/Birke*, *WM* 2001, 705, 717.

würde er zum Minderheitsaktionär werden. Dabei sei die Gefahr groß, dass der Börsenwert derartiger Minderheitsanteile geringer sein wird als der Preis, den der Anteilseigner bei einer Annahme des Übernahmeangebots erzielen könnte. Dies antizipierend, sei der Anteilseigner faktisch gezwungen, das Übernahmeangebot anzunehmen. Die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen könne diesen faktischen Zwang lindern, was im Interesse der Anteilseigner sein könne.⁸⁷⁰ Allerdings ist zu beachten, dass in Deutschland die von *Bebchuk* beschriebene Gefahr durch das Verbot von Teilangeboten (§ 24 WpÜG), die Preisregelungen des § 31 WpÜG und die Regelungen zum Pflichtangebot (§§ 35 ff. WpÜG) größtenteils gebannt ist.⁸⁷¹

(4) Dritter Schritt: Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen

Als erster Schritt wurde untersucht, welche Wohlfahrtsauswirkungen Unternehmensübernahmen haben können. Darauf baute die Untersuchung des zweiten Schrittes auf, welche Wohlfahrtsauswirkungen Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeangebote im Allgemeinen haben können, und zwar unabhängig davon, ob die Abwehrmaßnahmen von der Unternehmensleitung oder den Anteilseignern initiiert wurden. Nun kann sich die Untersuchung im dritten Schritt der Frage widmen, welche Auswirkungen eigenmächtige Abwehrmaßnahmen haben, die von der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft initiiert und implementiert werden, ohne dass die Zustimmung der Anteilseigner eingeholt wird.⁸⁷² Ergibt die Untersuchung im dritten Schritt, dass eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung negative Wohlfahrtsauswirkungen haben, ist jeweils eine Ermächtigung durch die Anteilseigner – entweder in einer Hauptversammlung vor einem konkreten Übernahmeangebot oder danach durch einen Ad-hoc-Beschluss⁸⁷³ – notwendig.

⁸⁷⁰ *Bebchuk*, 98 Harv. L. Rev. 1695, 1717 ff. (1985); *Bebchuk*, 69 U. Chi. L. Rev. 973, 238 f. (2002); s. a. *Assmann/Bozenhardt* in: Assmann u. a. (Hrsg.), S. 1, 11 f.; *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 713; *Arnold*, S. 237 f. Das Problem hat die Struktur eines Gefangenendilemmas, s. *Assmann/Bozenhardt* in: Assmann u. a. (Hrsg.), S. 1, 11; *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 713.

⁸⁷¹ *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 713 f.

⁸⁷² Diese dritte Stufe wird oftmals nicht eigenständig untersucht. Beispielsweise gehen *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, in ihrer umfassenden Untersuchung erst in den Schlussbemerkungen (S. 717 f.) auf diese Stufe ein. In den Worten der Taxonomie, welche die Forschergruppe um *Reinier Kraakman* in dem Werk „The Anatomy of Corporate Law“ aufgestellt haben, geht es um die Frage, ob der Gesetzgeber die Entscheidungsbefugnis („decision right“) über Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung oder den Anteilseignern einer Zielgesellschaft zuweisen sollte, s. *Kraakman u. a.*, S. 46 ff., 163.

⁸⁷³ Zur Bedeutung von Ad-hoc-Ermächtigungsbeschlüssen, die in § 33 WpÜG zwar nicht ausdrücklich geregelt, aber allgemein anerkannt sind, s. *Krause/Pötzschn/Schneider* (Hrsg.), § 33 Rdnr. 188 ff.; *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 190 ff. Aus rechtsökonomischer Perspektive sind Ad-hoc-Beschlüsse gegenüber Vorratsbeschlüssen zu bevorzugen, s. *Fleischer* in: *Fleischer/Kalss*, S. 41 f. Die folgende Untersuchung konzentriert sich im Schwerpunkt auf die Analyse von „post-bid defenses“. Dies entspricht der gesetzlichen Regelung im WpÜG (dazu oben Teil 3, bei Fn. 511 ff.) und dem

(a) *Negative Auswirkungen.* In diesem Abschnitt soll untersucht werden, welche negativen Auswirkungen eine Zuweisung der Entscheidungsbefugnis über Abwehrmaßnahmen an die Unternehmensleitung – und damit die Möglichkeit eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen – haben können.⁸⁷⁴ Zwei Aspekte sind ersichtlich.⁸⁷⁵

Erstens wird darauf hingewiesen, dass bei dynamischer Betrachtung ein Wechsel in der Unternehmensleitung nach einer Übernahme zu neuen Ideen in der Unternehmensführung führen kann.⁸⁷⁶ Auch mag sich die neue Unternehmensleitung leichter von strategischen Fehlern ihrer Vorgänger lösen.⁸⁷⁷ Eigenmächtige Abwehrmaßnahmen können einen Wechsel in der Unternehmensleitung verhindern und sind daher negativ zu bewerten.

Wichtiger ist der zweite Aspekt, der auf einer Prinzipal-Agenten-Betrachtung der Gesellschaft aufbaut. Wie oben dargestellt,⁸⁷⁸ können Unternehmensübernahmen die Anreize der Unternehmensleitung auf die Anreize der Anteilseigner abstimmen und dadurch Prinzipal-Agenten-Probleme lindern. Daher sind alle Handlungen des Prinzipals – also der Unternehmensleitung – kritisch zu beurteilen, die die disziplinierende Wirkung des Markts für Unternehmensübernahmen schwächen.⁸⁷⁹ Da eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung Unternehmensübernahmen erschweren, schwächen sie die disziplinierende Wirkung des Übernahmemarkts auf die Unternehmensleitung ab. Eigenmächtige Abwehrmaßnahmen führen zu Wohlfahrtsverlusten, die aus Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern resultieren. Diese Wohlfahrtsverluste äußern sich in zu seltenen Unternehmensübernahmen. Aus diesem Grund sollte die Entscheidung über Abwehrmaßnahmen nicht in den Händen der Unternehmensleitung, sondern ausschließlich in den Händen der Anteilseigner liegen.⁸⁸⁰

Schwerpunkt der allgemeinen rechtsökonomischen Debatte zu Abwehrmaßnahmen. Zu der Unterscheidung zwischen „pre-bid“ und „post-bid defenses“ s. oben Teil 3, bei Fn. 506 ff.

⁸⁷⁴ Eine vollständige Analyse müsste zwischen den verschiedenen möglichen Abwehrmaßnahmen differenzieren. Dies kann die vorliegende Untersuchung nicht leisten. Zur Detailanalyse der Suche nach „weißen Rittern“ (dazu oben Teil 3, bei Fn. 493) s. beispielsweise *Müllbert/Birke*, WM 2001, 705, 710; *Arnold*, S. 238; *Easterbrook/Fischel*, 35 Stan. L. Rev. 1 (1982); *Bebchuk*, 35 Stan. L. Rev. 23 (1982); *Gilson*, 35 Stan. L. Rev. 51 (1982).

⁸⁷⁵ Weitere Erklärungsansätze finden sich bei den früher dargestellten Stufen der Untersuchung, s. oben Teil 3, D.II.2.b)cc(2), S. 180, und D.II.2.b)cc(3), S. 184.

⁸⁷⁶ *Tirole*, Corporate Finance, S. 43, 425.

⁸⁷⁷ *Tirole*, Corporate Finance, S. 43.

⁸⁷⁸ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)cc(2)(a), S. 180.

⁸⁷⁹ Zur Frage, ob es aus Sicht der Anteilseigner der Zielgesellschaft auch wünschenswert sein kann, der Unternehmensleitung Abwehrmaßnahmen zu erlauben, s. unten Teil 3, Fn. 864.

⁸⁸⁰ *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 579 f., 591 f. (2003); s. a. *Liekefett*, RIW 2004, 824, 833 f.; *Dimke*, S. 236, 239. Diesen Ansatz als zu eng kritisierend *Bainbridge*, 97 Nw. U. L. Rev. 547 (2003); *Bainbridge*, 55 Stan. L. Rev. 791, 794 ff., 806 f. (2003); *Schmidt/Weiß* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 117 ff. Zu notwendigen Einschränkungen s. sogleich unten Teil 3, bei Fn. 883 ff.

(b) *Positive Auswirkungen.* Aus Sicht der bisher dargestellten Modelle erscheint es ein Rätsel, warum eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung im Interesse der Anteilseigner der Zielgesellschaft sein sollen.⁸⁸¹ Diese können zu einem Absinken des Börsenkurses führen und die Chancen einer Übernahme senken. Da Aktionäre einer Zielgesellschaft regelmäßig von einer Übernahme profitieren,⁸⁸² scheinen eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung nicht in ihrem Interesse zu liegen.

Jedoch existieren Modelle, die zeigen, dass eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung auch im Interesse der Anteilseigner sein und zu Wohlfahrtssteigerungen führen können. Fünf Aspekte sind erkennbar. Sie vergleichen die Situation, in der die Unternehmensleitung eigenmächtig über Abwehrmaßnahmen entscheidet, mit der Situation, in der die Anteilseigner über Abwehrmaßnahmen entscheiden.

Der erste Aspekt weist im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie auf die Vorteile hin, die aus einer Zuweisung der Entscheidungsbefugnis über Abwehrmaßnahmen an die Unternehmensleitung erwachsen. Anteilseigner verfügen oftmals nicht über die notwendigen Informationen über die Unternehmens- und Marktentwicklung, um eine angemessene Entscheidung über spezifische Abwehrmaßnahmen gegen Unternehmensübernahmen treffen zu können. Ihnen fehlt auch der Anreiz, diese Informationen zu sammeln. Die Kosten dieser Suche können für den einzelnen Anteilseigner höher sein als die Kosten, die aus der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Unternehmensleitung und Anteilseigner entstehen.⁸⁸³ Oftmals wird die Unternehmensleitung bessere Informationen über die Risiken der Unternehmensübernahme haben, die sie den Anteilseignern und dem Markt nicht mitteilen kann.⁸⁸⁴ Mitglieder der Unternehmensleitung sind regelmäßig besser ausgebildet, um eine Entscheidung über Abwehrmaßnahmen treffen zu können.⁸⁸⁵ Die Entscheidung über Abwehrmaßnahmen ist oftmals eine Frage der alltäglichen Geschäftsführung, die sinnvollerweise in den Händen der Unternehmensleitung liegt. In einem solchen Umfeld ist es für die Anteilseigner rational, die Ent-

⁸⁸¹ *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1380; *Kahan/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 474 (2003); *Gilson*, 82 Stan. L. Rev. 775, 822 ff. (1982); *Baysinger/Butler*, 71 Va. L. Rev. 1257, 1259 (1985); *Müllbert/Birke*, WM 2001, 705, 708. Zu der damit verwandten Frage, warum sich empirisch in vielen Unternehmensverfassungen „anti-takeover provisions“ befinden, s. *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Organ. 17 (2001), 83.

⁸⁸² Dazu oben Teil 3, bei Fn. 835.

⁸⁸³ Damit ist das allgemeine Abwägungsproblem der Prinzipal-Agenten-Theorie angesprochen, die die gemeinsamen Wohlfahrtsverluste aus Agenturkosten und aus Informationsasymmetrien zu minimieren sucht, s. *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 580 (2003). Darauf wurde schon an anderer Stelle hingewiesen, s. oben Teil 2, bei Fn. 170 ff.

⁸⁸⁴ *Kihlstrom/Wachter*, 152 U. Pa. L. Rev. 523, 542 ff. (2003); s. a. *Kahan/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 481 f. (2003); relativierend bezüglich wichtiger Ereignisse *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 592 (2003).

⁸⁸⁵ *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 859 (2003).

scheidung über Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung zu überlassen. Es kommt zu einer „rationalen Apathie“ der Anteilseigner.⁸⁸⁶

Der zweite Aspekt ist damit verwandt und weist auf das klassische Dilemma kollektiven Handelns („collective action problem“) hin. Es tritt immer auf, wenn eine Gesellschaft mehr als einen Anteilseigner hat.⁸⁸⁷ Die Entscheidung über eine Abwehrmaßnahme ist ein öffentliches Gut.⁸⁸⁸ Alle Anteilseigner profitieren, wenn eine richtige Entscheidung getroffen wurde. Aufgrund der Nichtausschließbarkeit im Konsum haben Anteilseigner einen zu geringen Anreiz, sich hinsichtlich der Entscheidung über eine Abwehrmaßnahme zu informieren und engagieren. Die Informationskosten, um sich das notwendige spezifische Fachwissen anzueignen, sind sehr hoch. Die Wahrscheinlichkeit, dass die eigene Stimme des Anteilseigners einen Hauptversammlungsbeschluss beeinflussen kann, ist außerordentlich gering. Zwar wäre es für alle Anteilseigner besser, wenn alle eine informierte Entscheidung treffen würden. Jedoch ist es für den einzelnen Anteilseigner individuell rational, die Kosten der Entscheidungsfindung zu vermeiden und auf die anderen Anteilseigner überzuwälzen.⁸⁸⁹ Diese Koordinationsprobleme in einer verstreuten Anlegerschaft können ebenfalls zu einer „rationalen Apathie“ der einzelnen Anteilseigner führen.⁸⁹⁰ Aus diesem Grund kann es sinnvoll sein, der Unternehmensleitung die Entscheidung über Abwehrmaßnahmen zuzuweisen. Diese unterliegt keinen vergleichbaren Problemen kollektiven Handelns.⁸⁹¹ Nur die Zentralisierung

⁸⁸⁶ So insbesondere *Lipton*, 69 U. Chi. L. Rev. 1037, 1064 (2002); *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 103 f. (1979); *Gilson*, 82 Stan. L. Rev. 775, 824 ff. (1982); s. a. *Kahan/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 475 (2003); *Baysinger/Butler*, 71 Va. L. Rev. 1257, 1258 f. (1985). Die rationale Apathie mag bei institutionellen Anlegern weniger stark ausgeprägt sein; s. *Black*, 89 Mich. L. Rev. 520 (1990); kritisch *Bainbridge*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 571 f. (2003); *Becht/Bolton/Röell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 829, 857 f.; *Bak*, S. 122 ff.; *Arnold*, S. 92 ff.; s. weiterhin *Siems*, S. 111 ff.; *Haar*, JZ 2008, 964, 967.

⁸⁸⁷ Grundlegend zum Problem kollektiven Handelns s. *Olson*, S. 9 ff. Gesellschaftsrechtliche Adaptionen finden sich in *Rock*, 79 Geo. L.J. 445, 453 ff. (1991); *Easterbrook/Fischel*, S. 66 f.; *Kraakman u.a.*, S. 41 ff.; *Adams*, AG 1990, 63, 74 f.; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 707 ff.; *Liekefett*, RIW 2004, 824, 834; *Arnold*, S. 73 f. Im Überblick *Ruffner*, S. 174 ff.

⁸⁸⁸ Allgemein zur Theorie öffentlicher Güter s. oben Teil 2, Fn. 135 ff.

⁸⁸⁹ *Ruffner*, S. 175; *von Bonin*, S. 190; *Easterbrook/Fischel*, S. 66 f.; *Kübler* in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), S. 321, 326; *Adams*, AG 1990, 63, 74 f.; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 707 f.; *Bak*, S. 83 ff.

⁸⁹⁰ Spieltheoretisch gesprochen, kann dies (muss aber nicht) ein Gefangenendilemma darstellen, s. *Rock*, 79 Geo. L.J. 445, 456 Fn. 37 (1991). Bei institutionellen Anlegern mag die Apathie weniger stark ausgeprägt sein, s. *Black*, 89 Mich. L. Rev. 520 (1990); kritisch *Bainbridge*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 571 f. (2003); *Becht/Bolton/Röell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 829, 857 ff.; *Bak*, S. 122 ff. Zum Aktionärsforum im elektronischen Bundesanzeiger (§ 127a AktG) als Instrument zur Senkung von Koordinationskosten s. *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 728 f.

⁸⁹¹ *Kirchner*, WM 2000, 1821, 1824; *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 589 (2003); *Easterbrook/Fischel*, S. 66; ähnlich *Bainbridge*, 55 Stan. L. Rev. 791, 799 f. (2003); *Bainbridge*, 31 Del. J. Corp. L. 769, 780 f., 783 f. (2006); *Bainbridge*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 555 ff., 572 f.

der Entscheidungsbefugnis bei der Unternehmensleitung löst das Problem kollektiven Handelns und macht das Unternehmen handlungsfähig.⁸⁹² Dies liegt auch im Interesse der Anteilseigner.⁸⁹³

Der dritte Aspekt analysiert eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung ebenfalls aus der Perspektive der Prinzipal-Agenten-Theorie, weist aber auf die Auswirkungen unterschiedlicher Zeithorizonte in der Betrachtung hin. Zahlen sich die Anstrengungen, die die Unternehmensleitung einer potentiellen Zielgesellschaft in die Geschäftsführung steckt, erst langfristig aus, dann profitiert eventuell nur die neue, ausgewechselte Geschäftsführung von diesen Anstrengungen, wenn die Zielgesellschaft zwischenzeitlich übernommen wurde. Dies antizipiert die alte Unternehmensleitung, wodurch ihr Anreiz für eine optimale Geschäftsleitung sinkt. Langfristige Interessen werden dann kurzfristigen Gewinnchancen geopfert. Diese Kurzsichtigkeit der Unternehmensleitung („managerial myopia“) kann zu Wohlfahrtsverlusten führen.⁸⁹⁴ Erlauben die Anteilseigner der Unternehmensleitung in einer solchen Situation, eigenmächtig Abwehrmaßnahmen zu ergreifen, kann dieser potentielle Wohlfahrtsverlust verhindert werden.⁸⁹⁵

Ein vierter Aspekt begründet die positiven Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung mit der Bedeutung flexibler Verhandlungs- und Verkaufsstrategien in Übernahmesituationen.⁸⁹⁶ Beim Verkauf einer Gesellschaft muss die Unternehmensleitung den Unternehmenswert bestimmen und eine Verkaufsstrategie identifizieren und implementieren. Zur Verkaufsstrategie gehören Handlungen, welche den Verkaufspreis der Zielgesellschaft erhöhen und die Bietergesellschaft veranlassen, mehr als ursprünglich

(2003); *Bainbridge*; kritisch *McDonnell*, 3 Berkeley Bus. L.J. 205, 246 f. (2005). *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 713 f., und *Liekefett*, RIW 2004, 824, 834 f., erkennen das Problem kollektiven Handelns zwar an. Sie bezweifeln aber, ob die Unternehmensleitung in einer solchen Situation ein selbstloser Vertreter der Interessen der Anteilseigner sein kann.

⁸⁹² *Bainbridge*, 55 Stan. L. Rev. 791, 807 (2003); *Bainbridge*, 31 Del. J. Corp. L. 769, 780 (2006); *Bainbridge*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 555 ff., 572 f. (2003); *Bainbridge*, unter Heranziehung der Theorie der Firma im Sinne von *Coase*, *Economica* 4 (1937), 386; *Ferrarini* in: *Hopt/Wymeersch* (Hrsg.), S. 223, 242; kritisch *McDonnell*, 3 Berkeley Bus. L.J. 205, 246 f. (2005).

⁸⁹³ Damit hängt auch das Argument *Christian Kirchners* zusammen, dass die Anteilseigner über Abwehrmaßnahmen schon aus praktischen Gründen nicht entscheiden könnten. Die kurze Angebotsfrist und die lange Ladungsfrist für die Hauptversammlung verhinderten dies. Dieses Hindernis wollte der Gesetzgeber durch die Verkürzung der Frist für die Einberufung einer Hauptversammlung auf zwei Wochen in § 16 Abs. 4 S. 1 WpÜG beseitigen; s. *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 237 f.; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 14; kritisch *Schneider* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Hrsg.), § 16 Rdnr. 60 ff.

⁸⁹⁴ *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 430; *Stein*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61; *Stein*, *Quart. J. Econ.* 104 (1989), 655; *Spindler*, AG 1998, 53, 60; differenzierend *Bebchuk/Stole*, J. Fin. 48 (1993), 719; *Ruffner*, S. 384 ff.; s. a. *Mülbert*, ZGR 1997, 129, 139 f.

⁸⁹⁵ *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Organ. 17 (2001), 83, 84 f., 89.

⁸⁹⁶ *Kahan/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453 (2003); ähnlich *Bainbridge*, 29 J. Corp. L. 1 (2003); *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 711.

geplant zu zahlen.⁸⁹⁷ Neben dem Zeitpunkt des Verkaufs, der eventuellen Einholung oder Androhung konkurrierender Kaufangebote, Preisverhandlungen, der Offenlegung bestimmter unternehmensrelevanter Informationen sowie falschen Darstellungen über die eigene Verkaufsbereitschaft, die eigenen Preisvorstellungen und Verkaufsalternativen kann insbesondere die Ablehnung eines Kaufangebots im Rahmen andauernder Verhandlungen den endgültigen Verkaufspreis entscheidend beeinflussen.⁸⁹⁸ So kann es Teil einer effektiven Verhandlungsstrategie sein, Abwehrmaßnahmen gegen ein Übernahmeangebot zu ergreifen, wenn die Unternehmensleitung weiß oder darauf vertraut, dass sich die Bedingungen für eine Übernahme in den nächsten Jahren besser entwickeln werden. Wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen gebessert haben, kann die Unternehmensleitung einer späteren Übernahme zustimmen. Die strategische Abwehr des ersten Übernahmeangebots dient der Gewinnmaximierung der Anteilseigner.⁸⁹⁹

Regelmäßig kann die Unternehmensleitung die optimale Verkaufsstrategie besser bestimmen und umsetzen als die Anteilseigner.⁹⁰⁰ Sie kann diese Informationen auch nicht den Anteilseignern zur eigenen Verwendung übermitteln, da dann die Gefahr besteht, dass die Bietergesellschaft ebenfalls informiert wird. Die Verkaufsstrategie muss gegenüber der Bietergesellschaft geheim bleiben.⁹⁰¹ Dies ist nur gewährleistet, wenn die Unternehmensleitung alleine über die Verkaufsstrategie entscheidet.⁹⁰² Eine effektive Verkaufsstrategie setzt schließlich voraus, dass die Verhandlungsführung der Unternehmensleitung nicht durch die eigenen Anteilseigner durchkreuzt werden kann. Es muss sichergestellt sein, dass die Unternehmensleitung glaubwürdige Drohungen aussprechen und Verpflichtungen eingehen kann.⁹⁰³

Hat die Unternehmensleitung aufgrund eines Verbots eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen wenig Verhandlungsspielraum, so gleicht die Übernahme bei mehreren Interessenten einer Auktion des Unternehmens.⁹⁰⁴ Ob eine Auktion

⁸⁹⁷ *Kaban/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 477 (2003).

⁸⁹⁸ *Kaban/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 477 f. (2003), unter Hinweis auf spieltheoretische Literatur zu sequentiellen Verhandlungsspielen mit asymmetrischer Information. In manchen dieser Modelle existieren Gleichgewichte, in denen es für einen Käufer rational ist, zunächst ein Angebot des Verkäufers abzulehnen, um ein späteres, attraktiveres Angebot zu erhalten; s. *Wilson* in: Roth (Hrsg.), S. 27, 31. Allgemein zu dieser Spielklasse *Fudenberg/Tirole*, S. 397 ff.; *Gibbons*, S. 218 ff. Zu experimentellen Befunden bezüglich Verhandlungsstrategien bei Unternehmensübernahmen s. *Raiffa*, S. 91 ff.

⁸⁹⁹ *Kaban/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 474, 522 (2003); *Hirschleifer* in: Newman/Milgate/Eatwell (Hrsg.), S. 648, 642.

⁹⁰⁰ *Kaban/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 484 ff. (2003).

⁹⁰¹ Zu diesem Problem in anderem Zusammenhang *Bechtold/Höffler*.

⁹⁰² *Kaban/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 487 (2003).

⁹⁰³ Zur Bedeutung von „commitments“ in Verhandlungen s. nur *Schelling*, S. 22 ff.

⁹⁰⁴ Allerdings können auch Abwehrmaßnahmen dazu eingesetzt werden, um eine Auktion der Zielgesellschaft herbeizuführen; dazu oben Teil 3, bei Fn. 867.

im Vergleich zu individuellen Verhandlungen oder sequentiellen Suchstrategien der optimale Verkaufsmechanismus ist, hängt von vielen Faktoren ab.⁹⁰⁵

All dies zeigt, dass die Auswahl und Implementierung einer effektiven Verhandlungsstrategie unmittelbaren Einfluss auf den Gewinn hat, den die Anteilseigner aus der Übernahme ziehen.⁹⁰⁶ Eine effektive Verhandlungsstrategie ist mitunter nur möglich, wenn der Unternehmensleitung großzügige Freiräume bei deren Ausgestaltung eingeräumt werden. Daher kann es im Interesse der Anteilseigner der Zielgesellschaft sein, der Unternehmensleitung durch die Erlaubnis von Abwehrmaßnahmen Verhandlungsspielraum zuzugestehen.⁹⁰⁷ Es kann für Anteilseigner rational sein, die Unternehmensleitung *ex ante* zu eigenmächtigen Abwehrmaßnahmen zu ermächtigen, weil sie selbst keine effektive Verhandlungs- und Verkaufsstrategie verfolgen könnten.⁹⁰⁸

Allerdings sind zwei Einschränkungen dieser Analyse zu beachten. Einerseits hängt es von den Umständen des Einzelfalls ab, ob eigenmächtige Abwehrmaßnahmen unter diesem Blickwinkel nicht nur für die Anteilseigner, sondern auch gesamtwirtschaftlich vorteilhaft sind.⁹⁰⁹ Eine Erhöhung der Übernahmeprämie kann effizienzsteigernd sein; sie kann aber auch zu einer bloßen Umverteilung zwischen Anteilseignern der Bieter- und Zielgesellschaft führen.⁹¹⁰ Andererseits ist zu beachten, dass die Analyse nur gilt, wenn die Anteilseigner ihr Aktienportefeuille nicht derart diversifiziert haben, dass sie sowohl Anteile an der Ziel- als auch an der Bietergesellschaft haben. In einem

⁹⁰⁵ *Kahan/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 478 (2003), zählt die Anzahl der interessierten Käufer, die Verteilung ihrer Zahlungsbereitschaft, Transaktionskosten und die Informationsverteilung zwischen den Parteien auf. Insgesamt ist die ökonomische Literatur, die verschiedene Verkaufsmechanismen (Auktion, Verhandlungen, „take-it-over-leave-it“-Angebote und Ähnliches) hinsichtlich der Wohlfahrtsauswirkungen vergleicht, vergleichsweise dünn gesät. Es geht um eine Optimierung der Auswahl zwischen unterschiedlichen Institutionen und um die Auswahl eines optimalen Verkaufsmechanismus; s. *McAfee/McMillan*, J. Econ. Theory 44 (1988), 99; *Thomas/Wilson*, RAND J. Econ. 33 (2002), 141; *Wang*, Am. Econ. Rev. 83 (1993), 838; *Vany*, J. Inst. & Theor. Econ. 143 (1987), 91; *Bulow/Klemperer*, Am. Econ. Rev. 86 (1996), 180; *Cramton/Schwartz*, J. L. Econ. & Organ. 7 (1991), 27; *McAfee/McMillan*, J. Econ. Lit. 25 (1987), 699. Dagegen ist die Literatur zum Vergleich unterschiedlicher Auktionsmechanismen nahezu unüberschaubar; s. zur Einführung *Klemperer*. Zur Frage, ob bei solchen Vergleichen als Maßstab die Maximierung der allgemeinen Wohlfahrt oder die Maximierung des Vermögens des Verkäufers herangezogen werden sollte, im ersten Sinne *Cramton/Schwartz*, J. L. Econ. & Organ. 7 (1991), 27, 29; s. a. oben Teil 3, Fn. 819.

⁹⁰⁶ *Kahan/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 476 (2003); ähnlich *Bainbridge*, 29 J. Corp. L. 1, 8 (2003).

⁹⁰⁷ *Kahan/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 478 ff. (2003); *Bainbridge*, 29 J. Corp. L. 1 (2003).

⁹⁰⁸ *Kahan/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 476 (2003).

⁹⁰⁹ Zu diesem Problem schon oben Teil 3, Fn. 819.

⁹¹⁰ *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 711. Zur Unterscheidung zwischen Allokations- und Verteilungswirkungen s. oben Teil 1, bei Fn. 47, sowie Teil 2, Fn. 112, 224, und Teil 3, Fn. 772, 849.

solchen Fall haben die Anteilseigner kein Interesse an der Erhöhung der Übernahmeprämie durch Abwehrmaßnahmen.⁹¹¹

Ein fünfter Aspekt begründet die positiven Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung mit der Gefahr regulatorischer Opportunitätskosten.⁹¹² Untersagen die Anteilseigner der Unternehmensleitung bestimmte eigenmächtige Abwehrmaßnahmen, so wird die Unternehmensleitung möglicherweise auf andere Maßnahmen gleicher Wirkung ausweichen, die nicht kontrollierbar sind und zu höheren Kosten für Anteilseigner und die allgemeine Wohlfahrt führen.⁹¹³ Eine Unternehmensleitung kann Maßnahmen ergreifen, die als Nebeneffekt ein feindliches Übernahmeangebot abwehren können, aber von den Anteilseignern nicht als Abwehrmaßnahme kontrolliert werden können, da sie schwer von normalen Entscheidungen der Geschäftsleitung abgegrenzt werden können.⁹¹⁴ Als Beispiel mögen Kündigungsrechte bei Kontrollwechseln in Verträgen der Zielgesellschaft mit Lieferanten, Abnehmern und Darlehensgebern („change of control“-Klauseln) dienen.⁹¹⁵ Hier kann sich das schwierige Abgrenzungsproblem ergeben, ob das Kündigungsrecht von der Unternehmensleitung mit dem Ziel der Übernahmeverhinderung vereinbart wurde oder nicht. Eine Abgrenzung wird mitunter nicht möglich sein.⁹¹⁶ Wei-

⁹¹¹ *Easterbrook/Fischel*, S. 8; *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 711; *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 238.

⁹¹² *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577 (2003). Allgemein zum Begriff der Opportunitätskosten s. unten Teil 3, bei Fn. 1109 f. Zu einem ähnlichen Problem s. unten Teil 3, Fn. 1530.

⁹¹³ *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577 (2003); s. a. *Armour/Skeel*, 95 Geo. L.J. 1727, 1736 (2007). Zum gleichen Problem in anderem Zusammenhang s. oben Teil 3, bei Fn. 279.

⁹¹⁴ *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 581, 597 ff. (2003), die solche Abwehrmaßnahmen als „embedded defenses“ bezeichnen. Diese Argumentation setzt voraus, dass das Prinzipal-Agenten-Problem zwischen Anteilseigner und Unternehmensleitung nicht vollständig durch eine leistungsabhängige Vergütung der Unternehmensleitung gelöst werden kann. Davon geht allerdings die gesamte Literatur zu Unternehmensübernahmen aus, s. *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 587 (2003).

⁹¹⁵ *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 582 f., 614 ff. (2003), auch zu den positiven Wirkungen von „change of control“-Klauseln. Zur Zulässigkeit im deutschen Recht s. *Mielke/Nguyen-Viet*, DB 2004, 2515; s. a. die Sonderregelung in § 34 Abs. 3 S. 3 UrhG. Zur Informationspflicht im handelsrechtlichen Lagebericht, Konzernlagebericht und im jährlichen Bericht des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung aufgrund von §§ 289 Abs. 4 Nr. 8, 315 Abs. 4 Nr. 8, 171 Abs. 2 S. 2, 120 Abs. 3 S. 2 HGB, die durch die Umsetzung von Art. 10 Abs. 1 lit. j der Übernahmerrichtlinie ins deutsche Recht eingeführt wurden, s. *Wiedmann* in: Boujong u. a. (Hrsg.), § 289 HGB Rdnr. 44; *Glade/Haak/Hellich*, Der Konzern 2004, 455, 461 f.; *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301, 315 f.; *Coppik*, S. 265 f. Davon zu unterscheiden sind Abfindungszusagen an Vorstandsmitglieder für den Fall des Ausscheidens bei einer Unternehmensübernahme, die auch als „change of control“ oder „golden parachutes“ bezeichnet werden; s. dazu Art. 10 Abs. 1 lit. k der Übernahmerrichtlinie, ABl. EG Nr. L 142 vom 30.4.2004, S. 12; *Bauer/Arnold*, BB 2007, 1793; *Kann/Eigler*, DStR 2007, 1730; *Dreher*, AG 2002, 214; *Kort*, AG 2006, 106; *Hoffmann-Becking*, ZHR 169 (2005), 155, 170 ff.; *Dauner-Lieb*, DB 2008, 567.

⁹¹⁶ Dazu mit weiteren Nachweisen *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 115; *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 583 (2003).

tere Beispiele für Ausweichmanöver der Unternehmensleitung sind die Fusion mit einem dritten Unternehmen unter Beibehaltung der Unternehmensführung, der Verkauf von Unternehmensteilen, die Umstrukturierung des Unternehmens, die Fokussierung interner Geschäftsabläufe auf die eigene Führungspersönlichkeit⁹¹⁷ und Ähnliches.⁹¹⁸

Solche Ausweichmanöver der Unternehmensleitung zur Erhaltung des eigenen Arbeitsplatzes sind schwer kontrollierbar und können den Interessen der Anteilseigner noch größeren Schaden zufügen als klassische Abwehrmaßnahmen. Daher kann es für die Anteilseigner rational sein, der Unternehmensleitung *ex ante* keine Abwehrmaßnahmen zu verbieten. Ansonsten würde die Unternehmensleitung später möglicherweise auf nicht regulierbare alternative Abwehrmaßnahmen ausweichen, die die Anteilseigner noch viel stärker schädigen würden.⁹¹⁹

Insgesamt zeigt sich, dass eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung gegen feindliche Übernahmeangebote unter bestimmten Bedingungen wohlfahrtssteigernd und aus Sicht der Anteilseigner gewinnmaximierend sein können.⁹²⁰ In diesen Situationen kann es sinnvoll sein, die Entscheidungsbefugnis über Abwehrmaßnahmen an die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft zu übertragen.

dd) Zusammenfassung

Die ökonomische Analyse des Rechts stellt ein mächtiges Instrumentarium zur Verfügung, um die Beziehungen innerhalb einer Gesellschaft zu analysieren. Sie greift auf Bausteine der Vertragstheorie zurück, insbesondere auf die Prinzipal-Agenten-Theorie, die Theorie unvollständiger Verträge und die Theorie residualer Verfügungsrechte. Zwar kann man die grundlegenden Annahmen der ökonomischen Analyse des Gesellschaftsrechts – insbesondere das rationaltheoretische Verhaltensmodell⁹²¹ und die Annahme effizienter Kapital-

⁹¹⁷ Zu Modellen mit „Manager-spezifischen“ Investitionen der Unternehmensleitung s. die Nachweise oben Teil 3, Fn. 713.

⁹¹⁸ *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 597, 608 ff. (2003), unter Nennung zahlreicher weiterer Beispiele. Allerdings ist fraglich, in welchem Umfang eine Unternehmensleitung solche Maßnahmen zur Abwehr feindlicher Übernahmeangebote tatsächlich einsetzt oder einsetzen würde. Diese empirische Frage ist schwerlich zu beantworten; s. allerdings *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 658 ff. (2003), mit entsprechenden Ausführungen.

⁹¹⁹ *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 586 (2003).

⁹²⁰ Zu diesen unterschiedlichen Perspektiven s. oben Teil 3, Fn. 819. Zu einem weiteren Ansatz von *Philippe Aghoïn* und *Jean Tirole*, die zwischen der realen und der formalen Entscheidungsbefugnis über Abwehrmaßnahmen unterscheiden und die formale Befugnis den Anteilseignern, die reale Befugnis der Unternehmensleitung zuweisen wollen, s. *Aghoïn/Tirole*, J. Pol. Econ. 105 (1997), 1; *Tirole*, *Corporate Finance*, S. 398 ff., 441.

⁹²¹ Allgemein dazu oben Teil 2, C.II.1, S. 20. Die dargestellte ökonomische Analyse des Gesellschaftsrechts geht in weiten Teilen von vollständiger Rationalität aller beteiligten Vertragsparteien aus. Die einzige Ausnahme ist die Theorie unvollständiger Verträge, die Ver-

märkte⁹²² – kritisieren. Akzeptiert man diese Annahmen aber,⁹²³ zeigt sich, dass Unternehmensübernahmen oftmals wohlfahrtssteigernde Wirkungen ha-

tragslücken aufgrund beschränkter Rationalität anerkennt, dazu oben Teil 3, bei Fn. 693. Man kann sich fragen, wie sich die Aussagen der dargestellten Analyse verändern, wenn die Modellannahme vollständiger Rationalität in größerem Umfang gelockert wird. Es ist hier nicht der Ort, um eine verhaltenswissenschaftlich fundierte Theorie der Firma zu entwickeln; dazu aus der ökonomischen Literatur *Camerer/Malmendier* in: *Diamond/Vartiainen* (Hrsg.), S. 234; *Radner*, *Econ. J.* 106 (1996), 1360; *Hart/Moore*, *Quart. J. Econ.* 103 (2008), 1, 36; aus der juristischen Literatur *Langevoort*, 146 *U. Pa. L. Rev.* 101 (1997); *Langevoort* in: *Gigerenzer/Engel* (Hrsg.), S. 87; *Dibadj*, 26 *Cardozo L. Rev.* 1459 (2005); *Kordel*, *EBOR* 2008, 29. Zu den daraus resultierenden Implikationen s. *Bainbridge*, 31 *Del. J. Corp. L.* 769, 780 f. (2006). Es muss genügen, darauf hinzuweisen, dass die dargestellten Modelle vielfältige Anknüpfungspunkte für eine Analyse auf der Grundlage der verhaltenswissenschaftlichen Rechtsökonomie bieten. So kann bei der Untersuchung der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Anteilseigner und Unternehmensleitung untersucht werden, wie sich die Anreizstruktur der Mitglieder der Unternehmensleitung verändert, wenn diese soziale Präferenzen aufweisen. Zu den Auswirkungen von Kontroll- und Anreizmechanismen auf die sozialen Präferenzen von Agenten s. *Falk/Kosfeld*, *Am. Econ. Rev.* 96 (2006), 1611; *Fehr/Falk*, *Eur. Econ. Rev.* 46 (2002), 687; *Fehr/List*, *J. Eur. Econ. Assoc.* 2 (2004), 743; *Camerer/Malmendier* in: *Diamond/Vartiainen* (Hrsg.), S. 234, 248 ff. Auch kann untersucht werden, wie sich die Anreize für Mitglieder der Unternehmensleitung verändern, wenn diese Verlustavers (zum Begriff oben Teil 2, Fn. 76) oder überoptimistisch (zum Begriff oben Teil 2, Fn. 79) sind. Zur Verlustaversion s. *Meza/Webb*, *J. Eur. Econ. Assoc.* 5 (2007), 66; *Dittmann/Maug/Spalt*; *Spindler*, *KritV* 2007, 134. Zum Überoptimismus s. *Camerer/Malmendier* in: *Diamond/Vartiainen* (Hrsg.), S. 234, S. 260 ff. m.w.N.

⁹²² Allgemein zum Modell vollkommener Konkurrenz s. oben Teil, 2, C.III.3, S. 32. Die dargestellte ökonomische Analyse des Gesellschaftsrechts geht in weiten Teilen von der Hypothese effizienter Kapitalmärkte („efficient capital market hypothesis“) aus. Die Hypothese postuliert unter anderem, dass sich neue Informationen über einen an der Börse gehandelten Titel vollständig im Kurs des Titels widerspiegeln. Grundlegend für den ökonomischen Diskurs *Samuelson*, *Ind. Mgmt. Rev.* 6 (2) (1965), 41; grundlegend für den juristischen Diskurs *Gilson/Kraakman*, 70 *Va. L. Rev.* 549 (1984); s. a. *Gilson/Kraakman*, 28 *J. Corp. L.* 715 (2003). Einführungen im deutschsprachigen Schrifttum finden sich unter anderem in *Ruffner*, S. 349 ff., 419 ff.; *Mülbner*, S. 129 f.; *Klöhn*, S. 59 ff.; *Spindler*, *AG* 1998, 53, 66; *Bak*, S. 29 ff.; *Möllers*, *AcP* 208 (2008), 1, 7 ff.; *von Hein*, S. 639 ff. Man kann sich fragen, wie sich die Aussagen der dargestellten Analyse verändern, wenn diese Modellannahme gelockert wird. So baut die Idee, die Mitglieder der Unternehmensleitung würden durch einen Markt für Unternehmensübernahmen diszipliniert, auf der Annahme auf, dass schlechte und gute Managementleistungen tatsächlich im Börsenpreis zum Ausdruck kommen. Aus Sicht des rationaltheoretischen Verhaltensmodells stellt sich die Frage, ob das Verbot eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen Prinzipal-Agenten-Probleme tatsächlich lindern kann, wenn Kapitalmärkte nur relativ effizient sind; s. dazu *Wachter*, 151 *U. Pa. L. Rev.* 787 (2003). Aus Sicht der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts ist zu fragen, wie sich die Analyse verändert, wenn die Preisbildung auf Kapitalmärkten durch Effekte wie das so genannte „noise trading“ beeinflusst werden. Allgemein zum Verhältnis zwischen der Hypothese effizienter Kapitalmärkte und den Erkenntnissen aus dem Bereich der „behavioral finance“ *Langevoort*, 140 *U. Pa. L. Rev.* 851 (1992); *Klöhn*; *Spindler*, *AG* 1998, 53, 66; *Bak*, S. 38 ff.; *Ruffner*, S. 373 ff.; *von Hein*, S. 644 ff. Angewandt auf die übernahmerechtliche Problemstellung s. *Kraakman*, 88 *Colum. L. Rev.* 891 (1988); *Gilson/Kraakman*, 28 *J. Corp. L.* 715, 739 ff. (2003).

⁹²³ Zur allgemeinen Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, C, S. 8.

ben, dass die Wohlfahrtsauswirkungen von Abwehrmaßnahmen aber ambivalent sind. Einerseits schränken Abwehrmaßnahmen die wohlfahrtssteigernden Auswirkungen von Unternehmensübernahmen ein. Sie können dazu führen, dass es aus Wohlfahrtsperspektive zu selten zu Unternehmensübernahmen kommt. Andererseits können Abwehrmaßnahmen zu Wohlfahrtssteigerungen führen, wenn die Unternehmensübernahme von der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft aus eigennützigen Motiven oder aus Selbstüberschätzung betrieben wird. Auch können Abwehrmaßnahmen zu einer Erhöhung der Übernahmeprämie und damit zu einer erhöhten Investitionsbereitschaft in die Zielgesellschaft führen.

Aufbauend auf dieser allgemeinen Analyse von Abwehrmaßnahmen konnte sich die Untersuchung der Frage widmen, welche Auswirkungen es hat, wenn die Entscheidungsbefugnis über die Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft zugewiesen wird, wenn diese also eigenmächtig Abwehrmaßnahmen ergreifen kann. Die Prinzipal-Agenten-Theorie und eine dynamische Betrachtungsweise zeigen wohlfahrtsmindernde Aspekte auf, die bei eigenmächtigen Abwehrmaßnahmen auftreten können. Informationsvorsprünge der Unternehmensleitung, Koordinationsprobleme der Anteilseigner in großen Publikumsgesellschaften, die Ermöglichung einer langfristigen Geschäftsstrategie, die Notwendigkeit flexibler Verhandlungs- und Verkaufsstrategien und die Gefahr regulatorischer Opportunitätskosten zeigen jedoch, dass eigenmächtige Abwehrmaßnahmen auch im Interesse der Anteilseigner der Zielgesellschaft und wohlfahrtssteigernd sein können, selbst wenn man – im Sinne der hier ausgebreiteten rechtsökonomischen Theorie⁹²⁴ – auf den „shareholder value“ abstellt.

Vor diesem rechtsökonomischen Hintergrund ist zu untersuchen, wie ein optimaler Rechtsrahmen für eigenmächtige Abwehrmaßnahmen aussehen sollte. Angesichts dieser vielfältigen und teilweise widerstreitenden ökonomischen Aspekte ist zu fragen, ob es überhaupt sinnvoll ist, generell geltende Regeln für alle Arten von Gesellschaften und Abwehrmaßnahmen zu schaffen. Ob eigenmächtige Abwehrmaßnahmen positive Wirkungen entfalten, hängt von vielen Umständen des Einzelfalls ab. Aus der Perspektive der Prinzipal-Agenten-Theorie hängen die Wohlfahrtsauswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen vom Verhältnis der Wohlfahrtsverluste aus Informationsasymmetrien und der Wohlfahrtsverluste aus Agenturkosten ab.⁹²⁵ Dies mag von Branche zu Branche und von Gesellschaft zu Gesellschaft unterschiedlich sein. So können in manchen Gesellschaften eine leistungsabhängige Vergütung, der Wettbewerb auf dem Produktmarkt, die Kontrolle durch den Aufsichtsrat

⁹²⁴ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)bb)(3), S. 164

⁹²⁵ Zu dieser Abwägung schon oben bei Teil 2, Fn. 170.

oder ähnliche Mechanismen⁹²⁶ den Vorstand schon genügend disziplinieren, so dass der Markt für Unternehmensübernahmen als Disziplinierungsmechanismus gar nicht mehr nötig ist. In Familiengesellschaften oder anderen Gesellschaften mit stark konzentrierter Aktionärsstruktur mögen die Anteilseigner schon über den Aufsichtsrat hinreichend Druck auf den Vorstand ausüben können.⁹²⁷ Dann ist es aus Sicht der Anteilseigner nicht mehr notwendig, die Unternehmensleitung durch das Verbot eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen zu disziplinieren.⁹²⁸ In solchen Fällen mögen die dargestellten positiven Auswirkungen eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen überwiegen.

Wie oben dargestellt, hängt die Aussage der Prinzipal-Agenten-Theorie zu eigenmächtigen Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung auch davon ab, ob die Unternehmensleitung bei der Geschäftsführung einen langfristigen oder kurzfristigen Zeithorizont anlegt.⁹²⁹ Die Produktlebenszyklen unterscheiden sich von Branche zu Branche erheblich. Wenn darauf hingewiesen wird, dass Anteilseigner dem Dilemma kollektiven Handelns unterliegen,⁹³⁰ so hängt die praktische Bedeutung dieser Probleme von der Struktur der Anteilseigner ab. Eine weit verstreute Anlegerschaft hat größere Koordinationsprobleme als eine konzentrierte Anlegerschaft. Institutionelle Anleger⁹³¹ mögen mit dem Koordinationsproblem anders umgehen als Kleinanleger.⁹³²

Wenn die Zuweisung der Entscheidungsbefugnis über Abwehrmaßnahmen an die Unternehmensleitung damit begründet wird, dass diese dadurch zu flexiblen Verhandlungs- und Verkaufsstrategien befähigt wird,⁹³³ hängt die praktische Notwendigkeit solcher Strategien wiederum von der betroffenen Branche, der Marktstruktur auf Seiten der Ziel- und Bietergesellschaft, der relativen Größe der Gesellschaften, der Struktur der Anteilseigner und ähnlichen Faktoren ab.

Schließlich ist zu beachten, dass Anteilseigner großer Publikumsgesellschaften keine homogene Gruppe mit identischen Interessen sind. Anleger mit einem kurzen Zeithorizont haben andere Erwartungen als Anleger, die auf unbegrenzte Zeit investieren. Anleger mit einem diversifizierten Portfolio bevorzu-

⁹²⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 716 ff.

⁹²⁷ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 613.

⁹²⁸ In diese Richtung *Baysinger/Butler*, 71 Va. L. Rev. 1257, 1296 (1985).

⁹²⁹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 894 ff.

⁹³⁰ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 889 ff.

⁹³¹ Zum Begriff s. oben Teil 3, Fn. 560.

⁹³² *Black*, 89 Mich. L. Rev. 520 (1990); *Grundmann*, NZG 2005, 122, 124; *Ruffner*, S. 357, 415 ff., 436 ff., 493 ff.; skeptisch jedoch *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 710 ff.; *Bainbridge*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 571 f. (2003); *Becht/Bolton/Röell* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 829, 857 ff.; *Rock*, 79 Geo. L.J. 445 (1991); *Armour/Skeel*, 95 Geo. L.J. 1727, 1790 ff. (2007). Zu den Auswirkungen von Depotstimmrechten auf das Verhalten von Kleinanlegern s. *Adams*, AG 1990, 63, 75 f.; *Kraakman u.a.*, S. 43.

⁹³³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 896 ff.

gen eine andere Risikoexposition als Anleger, deren Kapital überwiegend in einer einzigen Gesellschaft investiert ist.⁹³⁴ Die Zusammensetzung der Anleger variiert von Gesellschaft zu Gesellschaft und von Branche zu Branche. Auch diese Heterogenität kann dazu führen, dass bei manchen Gesellschaften eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung in größerem Umfang verboten werden müssen als in anderen.⁹³⁵

Kurzum: Ob eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft wohlfahrtsfördernd oder -schädlich sind, hängt von vielen empirisch beobachtbaren Umständen ab, die von Gesellschaft zu Gesellschaft unterschiedlich sein können.⁹³⁶ Dazu zählen der Umfang der Informationsasymmetrie der Unternehmensleitung gegenüber den Anteilseignern, die Höhe der Agenturkosten,⁹³⁷ die Bedeutung spezifischer Verkaufsstrategien, die Marktstruktur, die Struktur der Anteilseigner, Produktlebenszyklen und viele andere Faktoren.⁹³⁸ Diese Einzelfallabhängigkeit ist kein Problem der ökonomischen Methode. Vielmehr zeigt die ökonomische Methode die vielfältigen Aspekte und Konstellationen auf, die bei Abwehrmaßnahmen bedeutsam sind.

c) *Optionale Rechtsregeln für eigenmächtige Abwehrmaßnahmen*

aa) *Einführung*

Die rechtsökonomische Analyse zeigt, dass die Bewertung eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen von vielen Umständen des Einzelfalls abhängt. In einer solchen Situation sind rechtspolitische Forderungen, die ein ausnahmsloses Verbot eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung einer Zielgesellschaft fordern, problematisch. Bevor man sich zu einem umfassenden Verbot entschließt, muss geprüft werden, ob den Anteilseignern⁹³⁹ die Möglichkeit eingeräumt werden sollte, die Unternehmensverfassung ihrer Gesellschaft auf die spezifischen Besonderheiten der Gesellschaft zuzuschneiden.⁹⁴⁰ Dann läge

⁹³⁴ *Empt*, S. 168 f.

⁹³⁵ Allgemein zum Problem der Heterogenität von Regelungsadressaten s. unten Teil 3, E.II, S. 267.

⁹³⁶ *Kaban/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 488 (2003); s.a. *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383, 434 (2007). Dies gilt nicht nur für die Analyse von Abwehrmaßnahmen, sondern auch für Unternehmensübernahmen allgemein; s. *Dimke*, S. 256.

⁹³⁷ Zu diesem Begriff s. oben Teil 2, bei Fn. 168.

⁹³⁸ *Kaban/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 488 (2003).

⁹³⁹ Damit sind auch jene Anteilseigner gemeint, die Gesellschaftsanteile erst nach Gründung der Gesellschaft erwerben.

⁹⁴⁰ Ebenso *Hopt* in: *Schneider u.a.* (Hrsg.), S. 1361, 428; *Kaban/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 489 (2003); *Arlen/Talley*, 152 U. Pa. L. Rev. 577, 585 (2003); ähnlich *Grundmann*, NZG 2005, 122, 127 f. Ähnliche Forderungen nach einer Flexibilisierung des Rechts der Unternehmensverfassung werden auch in anderen Bereichen laut. Zur Einführung eines Wahlrechts zwischen monistischer und dualistischer Unternehmensverfassung, die ebenfalls mit dem Bedürfnis situationsadäquater Lösungsmöglichkeiten begründet wird *Fleischer*, AcP 204

es nicht in der Hand des Gesetzgebers, sondern der jeweiligen Anteilsnehmer einer Gesellschaft zu entscheiden, in welchem Umfang der betreffenden Unternehmensleitung eigenmächtige Abwehrmaßnahmen erlaubt sind oder nicht. Die entsprechenden Entscheidungen könnten die Anteilseigner entweder durch entsprechende Anpassungen der Satzung oder durch Ad-hoc-Ermächtigungen der Unternehmensleitung treffen.

Eine denkbare Lösung wäre, der Unternehmensleitung eigenmächtige Abwehrmaßnahmen grundsätzlich zu verbieten. Wenn die Anteilseigner einer bestimmten Gesellschaft meinen, aufgrund von Besonderheiten in ihrer Branche, aufgrund der Marktstruktur oder sonstiger Faktoren sei ein solches Verbot schädlich, könnten sie ihrer Unternehmensleitung durch satzungsändernden Hauptversammlungsbeschluss eigenmächtige Abwehrmaßnahmen erlauben („opt out“-Regelung). Genauso wäre denkbar, dass der Unternehmensleitung von Gesetzes wegen eigenmächtige Abwehrmaßnahmen grundsätzlich erlaubt werden, dass die Anteilseigner der Unternehmensleitung aber durch satzungsändernden Hauptversammlungsbeschluss solche Maßnahmen verbieten können („opt in“-Regelung).

Beiden Ausgestaltungsmöglichkeiten ist gemein, dass sie einerseits versuchen, wohlfahrtsmindernde Auswirkungen von Abwehrmaßnahmen zu vermeiden. Sie versuchen andererseits, im Einzelfall eine überschießende Regulierung durch den Gesetzgeber zu verhindern, falls Abwehrmaßnahmen wohlfahrtssteigernde Wirkungen haben. Die Vorteile privatautonomer Gestaltungsmöglichkeiten, die wir vom dispositiven Vertragsrecht kennen, sollen mit den Vorteilen zwingenden Vertragsrechts verbunden werden. Es geht also um die Untersuchung optionalen Vertragsrechts als konkurrierendem Regulierungsinstrument zu zwingendem Vertragsrecht.⁹⁴¹

Beide Ausgestaltungsmöglichkeiten unterscheiden sich darin, dass die Standard-Regelung⁹⁴² unterschiedlich gesetzt ist. Bei der ersten Ausgestaltungsmöglichkeit besteht ein grundsätzliches Verbot eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen mit der Möglichkeit eines „opt out“⁹⁴³ durch die Anteilseigner. Bei der zweiten Ausgestaltungsmöglichkeit besteht eine grundsätzliche Erlaubnis eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen mit der Möglichkeit eines „opt in“ in ein Verbot durch die Anteilseigner.

Um zu beantworten, welche dieser Ausgestaltungsmöglichkeiten optionalen Vertragsrechts vorzuziehen ist, müssen Kriterien entwickelt werden, mit denen die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Ausgestaltungsmöglichkeiten verglichen werden können. Insgesamt zeigt sich die Notwendigkeit einer Theorie

(2004), 502, 528 f. Zur Notwendigkeit flexibler Regelungen im Gesellschaftsrecht allgemein s. *Hertig*, ECLR 2006, 341, 342.

⁹⁴¹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 459.

⁹⁴² Zu diesem Begriff s. oben Teil 3, bei Fn. 423.

⁹⁴³ Zu diesem Begriff s. oben Teil 3, bei Fn. 419.

optionaler Rechtsetzung. Diese muss einerseits die Vor- und Nachteile zwingenden und optionalen Vertragsrechts vergleichen können. Sie muss andererseits die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Ausgestaltungsmöglichkeiten optionalen Vertragsrechts gegeneinander abwägen können. Eine solche Theorie soll im Folgenden am Beispiel eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeangebote entwickelt werden. Dazu wird zunächst dargestellt, welche Funktionen zwingende Regelungen im Gesellschaftsrecht aus rechtsökonomischer Perspektive haben (unten Teil 3, D.II.2.c)bb), S. 202). Daraufhin wird untersucht, welche Funktionen dispositive Regelungen erfüllen (unten Teil 3, D.II.2.c)cc), S. 203). Dies führt zur Untersuchung, welche Auswirkungen die unterschiedliche Ausgestaltung optionaler Regelungen im Übernahmerecht hat (unten Teil 3, D.II.2.c)dd), S. 248). Daraus können abschließend allgemeine Lehren für die Ausgestaltung optionalen Vertragsrechts und dessen Verhältnis zu zwingendem Vertragsrecht gezogen werden (unten Teil 3, D.III, S. 263).

bb) Funktionen zwingender Regelungen im Gesellschaftsrecht

Betrachtet man die Legitimation zwingender Vorschriften im Gesellschaftsrecht aus rechtsökonomischer Perspektive, so zeigt sich einmal mehr die vertragstheoretische Fundierung der ökonomischen Analyse des Gesellschaftsrechts.⁹⁴⁴ Wie im allgemeinen Vertragsrecht⁹⁴⁵ lassen sich zwingende gesetzliche Vorschriften im Gesellschaftsrecht nur legitimieren, wenn privatautonomes Handeln der Vertragsparteien zu einem Marktversagen führen würde.⁹⁴⁶

Dies ist aus rechtsökonomischer Perspektive wohl erforscht und wurde auch schon in der deutschen rechtswissenschaftlichen Literatur aufgearbeitet.⁹⁴⁷ Daher können einige Hinweise genügen. In einer idealisierten Modellwelt ohne Marktversagen wählt die Unternehmensleitung im Zeitpunkt t_0 eine Unternehmensverfassung.⁹⁴⁸ Darin werden unter anderem die Pflichten der Unternehmensleitung und die Rechte der Anteilseigner festgelegt. Auch sind Regelungen vorgesehen, die Informationsasymmetrien überwinden⁹⁴⁹ und Agenturkosten minimieren.⁹⁵⁰ Die Unternehmensleitung gestaltet die Unternehmensverfas-

⁹⁴⁴ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)bb)(1), S. 155.

⁹⁴⁵ Dazu oben Teil 2, C.VI, S. 43.

⁹⁴⁶ *Eidenmüller*, JZ 2001, 1041, 1043; *Ruffner*, S. 294.

⁹⁴⁷ *Spindler*, AG 1998, 53; *Ruffner*, S. 294 ff.; *Bak*. Erneute Aktualität hat die Problemstellung zwingenden Gesellschaftsrechts bei der Diskussion um die Notwendigkeit gesetzlicher Mindestkapitalvorschriften erhalten; s. dazu nur *Eidenmüller/Engert*, GmbHR 2005, 433; *Eidenmüller*, AG 2005, 97; *Merkt*, ZGR 2004, 305; *Heine/Röpke*, *RabelsZ* 70 (2006), 138, 154 ff.; *Habersack*, § 6 Rdnr. 16 ff.; empirisch *Engert*, GmbH-Rundschau 2007, 337. Insgesamt ist die deutsche Debatte um die Reichweite der Satzungsfreiheit nicht abgeschlossen, s. *Spindler* in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), S. 995, 1026; *Habersack*, AG 2009, 1, 6 ff.

⁹⁴⁸ Zu dem Begriff s. oben Teil 3, Fn. 472.

⁹⁴⁹ Dazu allgemein oben Teil 2, bei Fn. 163.

⁹⁵⁰ Dazu allgemein oben Teil 2, bei Fn. 168.

sung so aus, dass sie für potentielle Anleger möglichst attraktiv ist. Im Zeitpunkt t_1 entscheiden sich Investoren, ob sie in die Gesellschaft investieren wollen oder nicht. Dabei herrscht vollkommene Konkurrenz⁹⁵¹ auf effizienten Kapitalmärkten⁹⁵² sowie allen sonstigen Input- und allen Outputmärkten. Dieser Wettbewerb stellt sicher, dass die Unternehmensleitung einen optimalen Anreiz hat, die effiziente Unternehmensverfassung für die Gesellschaft auszuwählen. Da es in dieser Modellwelt keine negativen externen Effekte auf unbeteiligte Dritte oder sonstiges Marktversagen gibt, führt die individuelle Nutzenmaximierung der Investoren zu einer allgemeinen Wohlfahrtsmaximierung.⁹⁵³ In dieser Modellwelt ist für zwingendes Vertragsrecht kein Raum.

Führt man in diese Modellwelt unterschiedliche Marktversagen ein,⁹⁵⁴ führt dies zu Wohlfahrtsverlusten, die durch eine gesetzliche Regulierung aufgefangen werden können. Vor diesem Hintergrund wurde in den 1980er und 1990er Jahren auf beiden Seiten des Atlantiks eine intensive Debatte um die Notwendigkeit und Reichweite zwingender aktienrechtlicher Vorschriften geführt.⁹⁵⁵ In den USA ist dies die Grundfrage der Gesellschaftsrechtswissenschaft.⁹⁵⁶ Aus rechtsökonomischer Sicht ist dies eine Debatte über die Notwendigkeit gesetzgeberischer Intervention als Antwort auf unterschiedliche Marktversagen.⁹⁵⁷

cc) Funktionen dispositiver Regelungen im Gesellschaftsrecht

(1) Einführung

Hält man aufgrund eines Marktversagens eine gesetzgeberische Intervention für notwendig, ist damit noch nicht die Frage beantwortet, ob diese Intervention durch zwingendes oder dispositives Vertragsrecht erfolgen sollte. In der Debatte um die Bedeutung zwingenden Aktienrechts wird oftmals auf zwingendes Recht als einzig denkbare Regulierungsinstrument verwiesen. Auf die

⁹⁵¹ Dazu oben Teil 2, C.III.3, S. 29.

⁹⁵² Zur Hypothese effizienter Kapitalmärkte s. oben Teil 3, Fn. 922.

⁹⁵³ *Easterbrook/Fischel*, S. 6 f.; s.a. *Müllbert/Birke*, WM 2001, 705, 710. In einer solchen Modellwelt würden die Anteilseigner der Unternehmensleitung in der Unternehmensverfassung eigenmächtige Abwehrmaßnahmen nur erlauben, wenn dies für sie vorteilhaft und gleichzeitig wohlfahrtssteigernd wäre; s. *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Organ. 17 (2001), 83; *Müllbert/Birke*, WM 2001, 705, 710 f. m.w.N.

⁹⁵⁴ Beispielsweise negative externe Effekte auf Gläubiger, Ineffizienzen im Kapitalmarkt oder unüberwindbare Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern.

⁹⁵⁵ Zur deutschen Debatte umfassend Lutter/Wiedemann (Hrsg.); *Spindler*, AG 1998, 53; *Hey*; *Beier*, S. 35 ff.

⁹⁵⁶ *Eisenberg*, 78 Geo. L.J. 1551 (1990). Zur U.S.-amerikanischen Debatte s. *Easterbrook/Fischel*; *Romano*, S. 85 ff.; *Bebchuk*, 89 Colum. L. Rev. 1395 (1989); *von Hein*, S. 679 ff., und die im Columbia Law Review veröffentlichten Beiträge in 89 Colum. L. Rev. 1395–1774 (1989); *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383, 384, 386 ff. (2007).

⁹⁵⁷ *Eidenmüller*, JZ 2001, 1041, 1043; *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 760 (1995); *Spindler*, AG 1998, 53, 58 f.; skeptisch *Wiedemann* in: Lutter/Wiedemann (Hrsg.), S. 5, 6.

Wirkungen dispositiven Gesellschaftsrechts wird regelmäßig nur am Rande eingegangen.⁹⁵⁸ Darin spiegeln sich zwei Defizite der Debatte wider, die auch im allgemeinen Vertragsrecht beobachtet werden können. Erstens wird nicht hinreichend zwischen dem gesetzgeberischen Ziel, das mit einer Vorschrift des Vertrags- oder Gesellschaftsrechts verfolgt wird, und dem Grund für deren unabdingbare Geltung differenziert.⁹⁵⁹ Zweitens fehlt eine ausführliche Theorie dispositiven Vertragsrechts, die einen Vergleich mit zwingendem Vertragsrecht erlauben würde.⁹⁶⁰ Eine solche Theorie sollte die Auswirkungen untersuchen, die unterschiedliche Standard-Regelungen mit „opt in“- und „opt out“-Möglichkeiten haben. Dies ist das Herz einer rechtsökonomischen Theorie optionalen Vertragsrechts.⁹⁶¹

Ein Vergleich zwingender und dispositiver Regelungen im Gesellschaftsrecht ist im geltenden U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht von höherer praktischer Bedeutung als im deutschen Gesellschaftsrecht. Die Gesellschaftsrechtssysteme der U.S.-amerikanischen Bundesstaaten bestehen zu weiten Teilen aus dispositiven Vorschriften.⁹⁶² Dagegen ist das deutsche Aktienrecht stärker von zwingenden Vorschriften geprägt (s. nur § 23 Abs. 5 AktG). Doch auch für die deutsche rechtswissenschaftliche Debatte lohnt sich ein Vergleich zwingender und dispositiver Regelungen im Gesellschaftsrecht.⁹⁶³ Es ist das Anliegen einer transnationalen, funktionalen Rechtsetzungslehre des Privatrechts, Aussagen über die Funktionsbedingungen unterschiedlicher Regulierungsmechanismen zu treffen, die auch für die rechtspolitische Diskussion im deutschen und europäischen Vertrags- und Gesellschaftsrecht fruchtbar gemacht werden können.⁹⁶⁴

Untersucht man dispositives Vertragsrecht aus einer rechtsökonomischen Perspektive, zeigen sich unterschiedliche Funktionen, von denen im Folgenden die wichtigsten dargestellt werden.⁹⁶⁵

⁹⁵⁸ Zwar stellt *Spindler*, AG 1998, 53, 58 f., zwei Modelle für den Schutz von Anteilseignern (Schutz durch zwingendes Recht oder Schutz durch Wettbewerb auf dem Kapitalmarkt) gegenüber. Auf die verschiedenen Schutzrichtungen dispositiven Vertragsrechts im zweiten Modell geht er aber nur am Rande ein.

⁹⁵⁹ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 411.

⁹⁶⁰ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 414.

⁹⁶¹ Noch weitergehend *Schwartz*, 3 S. Cal. Interdisc. L.J. 389, 390 (1993): „Default rule analysis has become a central feature of modern contracts scholarship.“ *Ian Ayres* spricht gar von einer „default rule revolution“, s. *Ayres*, 73 U. Chi. L. Rev. 3, 4 (2006).

⁹⁶² *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8, 2 ff. Darauf aufbauend *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383 (2007).

⁹⁶³ Ebenso *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 696.

⁹⁶⁴ Allgemein zum Erkenntnisinteresse der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, A, S. 2.

⁹⁶⁵ Neben den im Folgenden dargestellten Ansätzen wird dispositives Vertragsrecht auch hinsichtlich der Interaktion zu sozialen Normen untersucht. Es geht um die Frage, ob Vertragsparteien aus einer optionalen Standard-Regelung zu selten heraus optieren, weil dies unüblich ist und soziale Sanktionen befürchtet werden; dazu *Bernstein*, 3 S. Cal. Interdisc.

(2) Senkung von Transaktionskosten

In einer ökonomischen Modellwelt ohne Marktversagen führt die individuelle Nutzenmaximierung der Anleger zu einer effizienten Unternehmensverfassung.⁹⁶⁶ Dabei ist die Gesellschaft ein Netzwerk von Verträgen.⁹⁶⁷ In dieser Modellwelt entwickeln alle Beteiligten das Vertragsgeflecht jedes Mal neu, wenn es benötigt wird.⁹⁶⁸ Dann spielt weder zwingendes noch dispositives Gesellschaftsrecht eine Rolle.

Allerdings wird argumentiert, dies sei in der Wirklichkeit wegen prohibitiv hoher Transaktionskosten unmöglich.⁹⁶⁹ Es sei viel zu kostspielig und teilweise unmöglich, wenn sich alle Beteiligten bezüglich aller denkbaren Einzelkonflikte⁹⁷⁰ vertraglich einigen müssten. In dieser Situation habe das Gesellschaftsrecht die Aufgabe, den Beteiligten einen „Standard-Vertrag“⁹⁷¹ anzubieten. Die Beteiligten könnten sich dieses Standard-Vertrags bedienen, ohne für jeden Gesellschaftsvertrag erneut angemessene Regeln für jeden potentiellen Konflikt finden zu müssen. Die Aufgabe dispositiver gesellschaftsrechtlicher Vorschriften sei die Senkung von Transaktionskosten.⁹⁷² Dispositives Gesellschaftsrecht erfülle ähnliche Funktionen wie vorformulierte Musterverträge im Bereich allgemeiner Geschäftsbedingungen.⁹⁷³

(3) Bereitstellung eines öffentlichen Guts

Liegt die Aufgabe dispositiver Vorschriften des Gesellschaftsrechts darin, den Beteiligten einen „Standard-Vertrag“ anzubieten und dadurch Transaktionskosten zu senken, stellt sich die Frage, warum diese Aufgabe vom Gesetzgeber übernommen werden muss. Dazu greifen *Frank Easterbrook* und *Daniel Fischel* auf die Theorie öffentlicher Güter⁹⁷⁴ zurück.⁹⁷⁵ Gesellschaftsrechtliche

L.J. 59 (1993); s. a. *Hertig*, ECLR 2006, 341, 349 f.; *Engert* in: Witt u. a. (Hrsg.), S. 31, 54 ff.; s. weiterhin *Schwartz*, 3 S. Cal. Interdisc. L.J. 389 (1993).

⁹⁶⁶ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)bb), S. 202.

⁹⁶⁷ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)bb)(1), S. 155.

⁹⁶⁸ *Hart*, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1764 (1989); s. a. *Klausner*, 31 J. Corp. L. 779, 780 (2006). Zum Konstrukt des relationalen „Verfassungsvertrags“ s. *Schmidt/Weiß* in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), S. 107, 118 ff.

⁹⁶⁹ Zu Transaktionskosten als einer Kategorie von Marktversagen s. oben Teil 2, bei Fn. 232 ff.

⁹⁷⁰ Zum Konzept des vollständigen Vertrags, der dabei abgeschlossen werden müsste, s. oben Teil 2, C.IV.4, S. 33.

⁹⁷¹ Zum Konzept der „Standard-Regelung“ s. oben Teil 3, bei Fn. 423.

⁹⁷² *Easterbrook/Fischel*, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1444 (1989); *Easterbrook/Fischel*, S. 34 f.; *Eidenmüller*, JZ 2001, 1041, 1043; *Empt*, S. 147; *Ruffner*, S. 170; *Spindler*, AG 1998, 53, 59. Zu dieser Transaktionskosten-Analyse im allgemeinen Vertragsrecht grundlegend *Goetz/Scott*, 73 Cal. L. Rev. 261 (1985).

⁹⁷³ *Easterbrook/Fischel*, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1444 (1989); *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 685; *Ruffner*, S. 170 f.

⁹⁷⁴ Allgemein dazu oben Teil 2, bei Fn. 135 ff.

⁹⁷⁵ *Easterbrook/Fischel*, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1445 f. (1989).

Vertragsbedingungen sind öffentliche Güter, die sich durch Nicht-Rivalität und Nicht-Exklusivität auszeichnen. Wie bei anderen öffentlichen Gütern bestehen Anreizprobleme hinsichtlich der Produktion des Guts. Hat eine Gesellschaft angemessene Satzungsregelungen für ihre individuelle Unternehmensverfassung gefunden, kann sie schwerlich verhindern, dass andere Gesellschaften diese Regelungen übernehmen. Jedoch müssen die Kosten, die zur Erstellung der individuellen Satzungsregelungen angefallen sind, von der ersten Gesellschaft allein getragen werden. Dies führt zu einem Trittbrettfahrer-Problem. Gesellschaften haben dadurch suboptimale Anreize, passende Regeln für ihre Unternehmensverfassung zu entwerfen. Der Charakter der Satzung als öffentlichem Gut führt zu einer wohlfahrtstheoretisch suboptimalen Produktion von Satzungsregeln. Dieses Marktversagen beseitigt der Gesetzgeber durch die öffentliche Bereitstellung dispositiver Standard-Satzungsregeln.⁹⁷⁶

(4) *Trivialität dispositiven Vertragsrechts*

Die Begründungen dispositiven Gesellschaftsrechts auf Grundlage der Transaktionskostentheorie und der Theorie öffentlicher Güter mögen aus theoretischer Sicht überzeugen. Aus praktischer Sicht ist einerseits zu fragen, wie hoch – relativ zum Wert für die Gesellschaft – die Transaktionskosten zum Entwerfen einer individuellen Unternehmensverfassung tatsächlich sind. Dies lässt es fraglich erscheinen, ob die Transaktionskostentheorie die Existenz dispositiver gesellschaftsrechtlicher Regelungen umfassend erklären kann.⁹⁷⁷

In ähnlicher Weise ist zu bezweifeln, ob die Entwurfskosten einer individuellen Unternehmensverfassung tatsächlich so prohibitiv hoch sind, dass eine Gesellschaft suboptimale Anreize zu deren Erstellung hat. Die – relativ betrachtet – geringen Erstellungskosten legen den Schluss nahe, dass eine Begründung dispositiven Gesellschaftsrechts auf der Grundlage der Theorie öffentlicher Güter kein praktisch relevantes Problem beschreibt. Juristen entwerfen auch in vielen anderen Bereichen komplexe Vertragsentwürfe, die einfach kopiert werden können. Es scheint keine empirische Evidenz dafür zu geben, dass solche Vertragsentwürfe ineffizient selten produziert werden.⁹⁷⁸

⁹⁷⁶ *Easterbrook/Fischel*, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1445 f. (1989).

⁹⁷⁷ *Ayres*, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1397 (1992); *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 827 (1995); *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8, 5. Damit ist keine Aussage darüber verbunden, ob die Transaktionskostentheorie dispositives Vertragsrecht außerhalb des Gesellschaftsrechts gut begründen kann. In Situationen, in denen es – im Vergleich zum Gesellschaftsrecht – weniger wiederholte Interaktionen zwischen den Beteiligten gibt, ist dies durchaus der Fall, s. *Ayres*, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1397 (1992).

⁹⁷⁸ *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8, 5 f. Zur Frage, ob Verträge urheberrechtlich schutzfähig sind, s. LG Hamburg, GRUR 1987, 167 – *Gesellschaftsvertrag*; LG Köln, GRUR 1987, 905 – *Vertragswerk*; *Loewenheim* in: Schrickler (Hrsg.), § 2 Rdnr. 112. Zur Frage, ob Anwaltsschriftsätze urheberrechtlich schutzfähig sind, s. BGH GRUR 1986, 739 – *Anwaltsschriftsatz*; OLG Hamburg, GRUR 2000, 146 – *Berufungsschrift*; OLG Düsseldorf,

Die Zurückweisung der Transaktionskostentheorie und der Theorie öffentlicher Güter als Begründung für dispositives Gesellschaftsrecht hinterlässt eine Lücke. Es scheint, als ließe sich dispositives Gesellschaftsrecht nicht legitimieren. Diesen Eindruck hat *Bernard Black* mit seiner Trivialitäts-Hypothese („triviality hypothesis“) radikalisiert.⁹⁷⁹ Aus der Abdingbarkeit dispositiven Vertragsrechts folgt dessen Trivialität. Nach *Black* ist das – überwiegend dispositive⁹⁸⁰ – Gesellschaftsrecht der U.S.-amerikanischen Bundesstaaten in dem Sinne „trivial“, dass es Anleger und Unternehmensleitung nicht daran hindert, der Gesellschaft jede denkbare Unternehmensverfassung zu geben.⁹⁸¹

(5) Netzwerkeffekte durch dispositives Vertragsrecht

Als Reaktion auf die Trivialitäts-Hypothese von *Bernard Black* wurden unterschiedliche Konzepte entwickelt, die dispositives Vertragsrecht doch noch unter rechtsökonomischen Gesichtspunkten legitimieren wollen. Dabei werden Annahmen modifiziert, die der Analyse der Transaktionskostentheorie zugrunde liegen.

Die Analyse dispositiver gesellschaftsrechtlicher Regelungen auf Grundlage der Transaktionskostentheorie⁹⁸² geht davon aus, dass sich unterschiedliche Abschlüsse von Gesellschaftsverträgen nicht gegenseitig beeinflussen. Insbesondere hängt der Wert einer Satzungsklausel nicht von der Anzahl der Gesellschaften ab, die diese Klausel in ihrer Satzung verwenden. Ob eine Gesellschaft eine bestimmte Klausel in ihre Satzung aufnimmt, hängt nur von den spezifischen Umständen bei der eigenen Gesellschaft ab.

Michael Klausner hat jedoch darauf hingewiesen, dass der Abschluss eines Vertrags durch zwei Vertragspartner Auswirkungen auf die Anreize anderer

NJW 1989, 1162; OLG Düsseldorf, GRUR 1983, 758 – *Anwaltsschriftsatz*; *Loewenheim* in: Schriker (Hrsg.), § 2 Rdnr. 92.

⁹⁷⁹ *Black*, 84 Nw. U. L. Rev. 542, 544 (1990). Zu einer verwandten Analyse im europäischen Gesellschaftsrecht s. *Enriques*, 27 U. Pa. J. Intern. Econ. L. 1, 23 ff. (2006).

⁹⁸⁰ Dazu oben die Nachweise in Teil 3, Fn. 956.

⁹⁸¹ *Black*, 84 Nw. U. L. Rev. 542, 544 (1990); zu Ausnahmen s. ebda., S. 562 ff. Daneben vertritt *Black* die Auffassung, dass zwingende Regeln im Gesellschaftsrecht „trivial“ im von ihm verstandenen Sinne sind; s. ebda., S. 544. Darauf wird im Folgenden nicht weiter eingegangen. Bei der Übertragung der Trivialitäts-Hypothese von *Bernard Black* auf europäisches und deutsches Gesellschaftsrecht ist Vorsicht angebracht. Ganz im Einklang mit dem in den USA vorherrschenden Verständnis zählt *Black* zum Gesellschaftsrecht nur die Regelung der Rechtsbeziehungen zwischen der Unternehmensleitung und den Anlegern, während die Regelung von Rechtsbeziehungen zu anderen Interessengruppen anderen Rechtsgebieten zugewiesen wird; s. *Black*, 84 Nw. U. L. Rev. 542, 546 f. (1990). Damit trifft *Black* nur eine Aussage über die Trivialität dispositiver gesellschaftsrechtlicher Regelungen, die das Verhältnis zwischen Unternehmensleitung und Anleger betreffen. Als denkbarer Standpunkt einer theoretischen Begründung dispositiven Gesellschaftsrechts ist die Trivialitäts-Hypothese von *Black* dennoch von zentraler Bedeutung, wie sich im weiteren Verlauf der Untersuchung zeigen wird.

⁹⁸² Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(2), S. 205.

potentieller Vertragspartner zum Abschluss ähnlicher Verträge haben kann.⁹⁸³ Zur Operationalisierung dieser Idee greift *Klausner* auf das Konzept der Netzwerkeffekte zurück.⁹⁸⁴ In *Klausners* Modell profitiert eine Gesellschaft davon, wenn sie für ihre Unternehmensverfassung standardisierte Klauseln verwendet, die von möglichst vielen anderen Gesellschaften ebenfalls verwendet werden. Kommt es bei einer solchen Klausel zu einem Streit über Bedeutung und Auslegung, so rufen die betroffenen Parteien ein Gericht an, das den Streit entscheidet. Zwar entfaltet die gerichtliche Entscheidung nur Rechtskraft zwischen den Parteien des Rechtsstreits. Jedoch trägt die Entscheidung faktisch zur Klärung der Rechtslage für jede Gesellschaft bei, die die betreffende Klausel in einer Unternehmensverfassung verwendet. Je mehr Gesellschaften eine bestimmte Klausel verwenden, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit eines zukünftigen Rechtsstreits und damit auch einer zukünftigen gerichtlichen Klärung der Bedeutung dieser Klausel. *Klausner* zeigt, dass solche „interpretativen Netzwerkexternalitäten“⁹⁸⁵ zu einer Erhöhung der Rechtssicherheit für alle Verwender führen können.⁹⁸⁶ Dies schafft einen Anreiz für Gesellschaften, solche Klauseln in ihrer Unternehmensverfassung zu verwenden, die schon von möglichst vielen anderen Gesellschaften verwendet werden.

Auch ist zu beachten, dass die Geschäftspraxis auf weit verbreitete Klauseln besser eingestellt ist, was ebenfalls zur Erhöhung der Rechtssicherheit führen kann.⁹⁸⁷ Weiterhin ist die Beratungspraxis auf solche Klauseln eingestellt und kann schneller, billiger und exakter rechtliche Auskünfte erteilen.⁹⁸⁸ Schließlich mag eine Gesellschaft, die ihre Unternehmensverfassung auf solchen Klauseln aufbaut, auf dem Kapitalmarkt erfolgreicher sein, da der Anleger aus Erfahrung mit ähnlichen Gesellschaften weiß, worauf er sich einlässt.⁹⁸⁹

Insgesamt steigt für eine Gesellschaft der Nutzen, eine bestimmte Klausel zur Regelung der eigenen Unternehmensverfassung zu verwenden, mit der Anzahl der anderen Gesellschaften an, die dies ebenfalls tun.⁹⁹⁰ Es kommt zu dem

⁹⁸³ *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757 (1995); eine kurze deutsche gesellschaftsrechtliche Adaption findet sich bei *Fleischer*, AcP 204 (2004), 502, 509 f.

⁹⁸⁴ Dazu oben Teil 2, Fn. 131.

⁹⁸⁵ So der Begriff von *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 775 (1995).

⁹⁸⁶ *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 777 f. (1995); ähnlich schon *Gordon*, 89 Colum. L. Rev. 1549, 1567 ff. (1989), der Gerichtsentscheidungen als öffentliche Güter begreift. *Klausner* weist auf S. 786 ff. auch auf Lerneffekte hin, die durch die Verwendung schon existierender Vertragsklauseln entstehen können. Solche Lerneffekte sind von Netzwerkeffekten zu unterscheiden. Lerneffekte treten in einer zeitlichen Entwicklung auf, in der spätere Vertragsparteien von den Erfahrungen früherer Vertragsparteien profitieren können. Netzwerkeffekte treten durch die gleichzeitige Verwendung von Klauseln durch mehrere Vertragsparteien auf; s. a. *Klausner*, 83 Va. L. Rev. 713, 719 ff. (1997).

⁹⁸⁷ *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 780 ff. (1995); *Fleischer*, AcP 204 (2004), 502, 509.

⁹⁸⁸ *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 761, 782 ff. (1995).

⁹⁸⁹ *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 785 (1995).

⁹⁹⁰ *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 776 (1995); *Klausner*, 83 Va. L. Rev. 713, 726 (1997).

für Netzwerkeffekte typischen „tipping“-Effekt: Mit zunehmender Anzahl der Konsumenten eines von Netzwerkeffekten geprägten Produkts steigt die Attraktivität des Produkts für andere potentielle Konsumenten. Dies wiederum veranlasst diese Konsumenten, das Produkt ebenfalls zu konsumieren, was zur Verstärkung des Netzwerkeffekts führt. Mit zunehmendem Marktanteil eines Produkts steigt dessen Attraktivität. Es treten so genannte „positive Rückkopplungen“ („positive feedback loops“) auf.⁹⁹¹ Existieren auf dem Markt verschiedene Produkte, wird der Marktanteil konkurrierender Produkte vom Marktbeherrscher, der von den Rückkoppelungen profitiert, förmlich aufgesogen.⁹⁹² Der Marktanteil konkurrierender Produkte sinkt immer mehr, während der Marktanteil des vom Netzwerkeffekt profitierenden Produkts immer weiter ansteigt.⁹⁹³ Auf den Markt für Satzungsklauseln übertragen bedeutet dies, dass sich bei Gesellschaften eine bestimmte Vertragsklausel zu Lasten konkurrierender Klauseln als Standard etablieren kann.⁹⁹⁴

Fraglich ist, welche Auswirkungen die Analyse *Klausners* auf eine Theorie optionaler Rechtsetzung im Gesellschaftsrecht hat. Dafür sind die Koordinationsprobleme zu beachten, die in Märkten auftreten, die von Netzwerkeffekten geprägt sind.⁹⁹⁵ Welches von mehreren konkurrierenden Produkten in einem solchen Markt von den positiven Rückkoppelungen profitieren und sich damit als Standard etablieren kann, hängt von vielen Faktoren ab. Es ist nicht zwingend, dass sich das beste Produkt als Standard durchsetzt.⁹⁹⁶ Unter anderem ist die Erwartung der Konsumenten entscheidend, für welches Produkt sich die anderen Konsumenten entscheiden werden.⁹⁹⁷ Um positive Rückkopplungen in Gang zu setzen, können die Konsumenten ein Interesse daran haben, anderen Konsumenten zu kommunizieren, für welches Produkt sie sich entscheiden werden.⁹⁹⁸ Diese Kommunikationsfunktion kann auch dispositives Vertragsrecht übernehmen. Die Aufgabe optionaler Rechtssetzung im Gesellschaftsrecht ist es dann, den verschiedenen Vertragsparteien im Umfeld einer Gesellschaft zu kommunizieren, auf welche vertragliche Regelung sie sich eini-

⁹⁹¹ *Katz/Shapiro*, J. Econ. Persp. 8 (2) (1994), 93, 105; *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967, 2034.

⁹⁹² *Pindyck/Rubinfeld*, S. 136 f.

⁹⁹³ *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967, 2025, 2034 ff.

⁹⁹⁴ Kritisch zum Konzept *Klausners* aus empirischer Sicht *Ribstein/Kobayashi*, 43 *Wm. & Mary L. Rev.* 79 (2001).

⁹⁹⁵ Dazu allgemein *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967, 2021 ff.

⁹⁹⁶ Die empirische Literatur zu Märkten mit Netzwerkeffekten ist voll solcher Beispiele. Üblicherweise werden die QWERTY-Tastatur und die VHS-Videokassette als Beispiele für inferiore Produkte genannt, die sich aufgrund von Netzwerkeffekten am Markt durchgesetzt haben; s. *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967, 2009 ff. m.w.N.

⁹⁹⁷ *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967, 2025.

⁹⁹⁸ *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967, 2022.

gen sollten, damit alle von den positiven Auswirkungen der Netzwerkeffekte profitieren können, die von *Klausner* beschrieben wurden.

Damit zeigt sich die Möglichkeit des Rechts, auch ohne Sanktion zu wirken. Es geht um eine Funktion expressiven Rechts.⁹⁹⁹ Bestehen Koordinationsprobleme zwischen Marktteilnehmern, kann expressives Recht diese Probleme lösen, ohne mit einer Sanktion intervenieren zu müssen. Recht wirkt dann alleine aufgrund der Tatsache, dass es durch die Kommunikation einer Norm die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf eine bestimmte Lösung des Koordinationsproblems lenkt.

Spieltheoretisch gesprochen,¹⁰⁰⁰ liegt ein Koordinationsspiel mit multiplen Gleichgewichten¹⁰⁰¹ vor.¹⁰⁰² Alle Vertragsparteien aller Gesellschaften¹⁰⁰³ einer Volkswirtschaft wählen jeweils bestimmte Satzungsklauseln für ihre Gesellschaft. Können die Vertragsparteien unterschiedlicher Gesellschaften ihre Wahl untereinander koordinieren, können alle Parteien von den beschriebenen Netzwerkeffekten profitieren.

Zwischen diesen unzähligen Vertragsparteien ist eine Koordination durch unmittelbare Kommunikation wegen prohibitiv hoher Transaktionskosten un-

⁹⁹⁹ Zu den beiden Funktionen expressiven Rechts s. schon oben Teil 3, bei Fn. 359 ff.

¹⁰⁰⁰ Allgemein zur Spieltheorie s. oben Teil 2, Fn. 204.

¹⁰⁰¹ Zum Begriff des Gleichgewichts s. oben Teil 2, Fn. 214.

¹⁰⁰² Spieltheoretisch kann die Wahl mehrerer Gesellschaften unter mehreren alternativen Satzungsklauseln als ein simultanes Koordinationsspiel ohne Interessenkonflikte modelliert werden (zu dieser Spielklasse allgemein *Rieck*, S. 57 ff.). Man stelle sich – modellhaft vereinfacht – zwei Gruppen von Gesellschaften vor. Die Gruppe i hat die Größe n_i , wobei n die Anzahl der Spieler in der Gruppe ist. Beide Gruppen zusammen haben die Größe $\sum n_i = N$. (Aus Vereinfachungsgründen und ohne Aussageverlust kann davon ausgegangen werden, dass $n_i = 1$ und damit $N = 2$.) Die Spieler haben die Auswahl zwischen der Klausel A und B, die Substitute sind. Für $i = 1, 2$ und $a = A, B$ gilt, dass der Spieler i die Auszahlung $u_a^i(x)$ hat, wenn er die Klausel a wählt und x andere Spieler auch die Klausel a wählen. Beide Klauseln unterliegen einem Netzwerkeffekt, wenn gilt $u_a^i(N) > u_a^i(n_i)$. Dies impliziert, dass die Auszahlung $u_a^i(x)$ und der Anreiz, Klausel a zu wählen ($u_a^i(x) - u_a^i(N - x)$), mit x ansteigen. Mit solchen Auszahlungen stellt sich das Koordinationsspiel wie folgt dar:

	Gruppe 2 wählt A	Gruppe 2 wählt B
Gruppe 1 wählt A	$u_A^1(N), u_A^2(N)$	$u_A^1(n_1), u_B^2(n_2)$
Gruppe 1 wählt B	$u_B^1(n_1), u_A^2(n_2)$	$u_B^1(N), u_B^2(N)$

Da $u_a^i(N) > u_a^i(n_i)$ und da A und B Substitute sind, sind die beiden grau unterlegten Zellen gleichwertige Gleichgewichte in dominanten Strategien. Die Spielstruktur gibt den Spielern keinen Hinweis, welches beider Gleichgewichte sie wählen sollen. Es stellt sich ein Koordinationsproblem. S. zum Ganzen *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967, 2017 f.

¹⁰⁰³ Im Sinne der Gesellschaft als einem Netzwerk von Verträgen, s. oben Teil 3, D.II.2.b) bb)(1), S. 155.

möglich.¹⁰⁰⁴ Jedoch bieten so genannte „Brennpunkte“ – auch „Schelling-Punkte“ oder „focal points“ genannt – allen Vertragsparteien die Möglichkeit, ohne direkte Kommunikation ihre Gleichgewichtsauswahl zu koordinieren.¹⁰⁰⁵ Die Kommunikation solcher Brennpunkte kann durch Institutionen wie das Recht übernommen werden, indem das Recht eines unter mehreren Gleichgewichten hervorhebt.¹⁰⁰⁶ Indem optionales Vertragsrecht eine Regelung als abdingbare Standard-Regelung¹⁰⁰⁷ setzt, hebt es dieses Koordinationsgleichgewicht unter anderen Gleichgewichten hervor. Optionales Vertragsrecht wird damit zum expressiven Recht. Es kann nicht nur sicherstellen, dass sich die Vertragspartner überhaupt auf irgendein Gleichgewicht koordinieren können. Es kann auch die Auswahl des Gleichgewichts beeinflussen und damit die Wahl einer wohlfahrtstheoretisch suboptimalen Regelung¹⁰⁰⁸ verhindern.

Eine solche expressive Wirkung rechtlicher Regelungen ist weit verbreitet. Man denke an das Gebot, im Straßenverkehr die rechte Fahrbahn zu benutzen (§ 2 Abs. 2 StVO). Ohne eine solche gesetzliche Regelung besteht für alle Straßenverkehrsteilnehmer ein reines Koordinationsproblem. Allen Straßenverkehrsteilnehmern ist es gleichgültig, ob sie die linke oder die rechte Fahrbahn benutzen. Sie haben nur ein Interesse daran, dass alle Straßenverkehrsteilnehmer die gleiche Fahrbahn benutzen. Zwar ist das Gebot des § 2 Abs. 2 StVO durch die Ordnungswidrigkeitenvorschriften der §§ 24 StVG, 49 Abs. 1 Nr. 2 StVO rechtlich sanktioniert. Diese Ordnungswidrigkeit muss aber relativ selten verfolgt werden. Die Funktion der §§ 2 Abs. 2, 49 Abs. 1 Nr. 2 StVO, § 24 StVG liegt im Schwerpunkt nicht darin, Straßenverkehrsteilnehmer durch das Androhen einer Sanktion dazu zu bewegen, die rechte Fahrbahn zu benutzen. Sie liegt vielmehr im Schwerpunkt darin, allen Straßenverkehrsteilnehmern zu kommunizieren, dass das Koordinationsproblem zugunsten der rechten Fahr-

¹⁰⁰⁴ Dies widerspricht nicht der obigen Feststellung, Transaktionskosten innerhalb einer Gesellschaft seien – relativ zur Bedeutung für die Gesellschaft betrachtet – niedrig; s. oben Teil 3, bei Fn. 977. Hier geht es nicht um die Transaktionskosten, die bei einer Koordination unter den an einer Gesellschaft Beteiligten anfallen. Es geht um die Transaktionskosten, die bei einer Koordination unter den an verschiedenen Gesellschaften Beteiligten anfallen würden. Selbst wenn die erstgenannten Transaktionskosten in der Realität relativ gering sein mögen, sind die zweitgenannten Transaktionskosten normalerweise prohibitiv hoch.

¹⁰⁰⁵ Grundlegend *Schelling*, S. 55 f., 57, 111 ff. Zur koordinierenden Wirkung von Brennpunkten bei Netzwerkeffekten s. *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967, 2024 ff. Kartellrechtliche Adaption bei *Wagner-von Papp*, S. 110.

¹⁰⁰⁶ *Baird/Gertner/Picker*, S. 39 ff.; *McAdams*, 86 Va. L. Rev. 1649, 1659 (2000). Diese Wirkungen expressiven Rechts können nicht nur in reinen Koordinationsproblemen, sondern auch in Konfliktproblemen beobachtet werden; s. dazu *McAdams/Nadler*, *J. Empirical Legal Stud.* 2 (2005), 87, 91 f., 116 f.; *McAdams*, 86 Va. L. Rev. 1649, 1672 ff. (2000).

¹⁰⁰⁷ Zu dem Begriff s. oben Teil 3, bei Fn. 423.

¹⁰⁰⁸ Der Standard kann wohlfahrtstheoretisch suboptimal und dennoch ein spieltheoretisches Gleichgewicht sein, wenn er zu Ineffizienzen führt, die in der partialanalytischen Spielmatrix nicht abgebildet werden.

bahn gelöst wurde. Auch hier wirkt das Recht ohne Sanktion.¹⁰⁰⁹ Es wirkt alleine aufgrund der Tatsache, dass es durch die Kommunikation einer Norm die Aufmerksamkeit der Straßenverkehrsteilnehmer auf eine bestimmte Lösung des Koordinationsproblems lenkt.¹⁰¹⁰

Dieser spieltheoretische Ansatz kann begründen, warum optionale Rechtsetzung im Gesellschaftsrecht sinnvoll sein kann und die Trivialitätshypothese *Bernhard Blacks* unzutreffend ist. Zwar können sich unmittelbare Vertragsparteien in einer Gesellschaft vergleichsweise einfach auf eine bestimmte Unternehmensverfassung einigen.¹⁰¹¹ Sie können sich aber schwerlich mit anderen Vertragsparteien anderer Gesellschaften koordinieren und damit nicht von den beschriebenen Netzwerkeffekten profitieren. Diese Koordination wird durch optionale Rechtsetzung möglich.¹⁰¹²

Allerdings ist zu beachten, dass eine solche Koordinationsfunktion nicht notwendigerweise durch den Gesetzgeber erfolgen muss. Es ist auch denkbar, dass private Institutionen – beispielsweise Branchenvereinigungen – durch Empfehlungen und Richtlinien Brennpunkte setzen, die ebenfalls eine koordinierende Wirkung entfalten. Eine Koordinationswirkung kann schon durch bloßen „cheap talk“ entstehen.¹⁰¹³ Allerdings kann der Gesetzgeber die Stärke des Brennpunkts und damit die Koordinationswirkung erhöhen. Eine vom Gesetzgeber geschaffene, dispositive Standard-Regelung wird regelmäßig von mehr Gesellschaften akzeptiert als eine von privaten Institutionen geschaffene Empfehlung. Die Häufigkeit, mit der Gesellschaften aus dieser Regelung heraus optieren, wird dadurch verringert, der Netzwerkeffekt wird verstärkt.¹⁰¹⁴ Daneben kann mit der Theorie öffentlicher Güter begründet werden, dass private Institutionen wie Branchenvereinigungen zu geringe Anreize haben können, Brennpunkte zu setzen.¹⁰¹⁵

¹⁰⁰⁹ Jedoch werden in der Realität die sanktionierende und die expressive Wirkung des Rechts oftmals parallel auftreten, *Cooter*, 27 J. Legal Stud. 585 (1998), 595.

¹⁰¹⁰ In solchen Situationen geht auch die gelegentlich geäußerte Kritik an neuen gesetzlichen Regelungen fehl, die Regelung sei sinnlos, wenn sie nicht durchgesetzt werde. Recht kann auch ohne formale Durchsetzung verhaltenssteuernd wirken. Die Auswirkungen expressiven Rechts können größer sein als die Durchsetzung von Rechtsregeln gegen einige Rechtsbrecher.

¹⁰¹¹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 977.

¹⁰¹² *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 828 f. (1995).

¹⁰¹³ In der Spieltheorie ist „cheap talk“ die Aussage eines Spielers, die an andere Spieler Information übermittelt, obwohl die Aussage weder Kosten verursacht noch rechtliche oder außerrechtliche Bindungswirkungen entfaltet und nicht verifizierbar ist; s. *Baird/Gertner/Picker*, S. 303. Zur Koordinationswirkung von „cheap talk“ s. grundlegend *Farrell/Gibbons*, J. Econ. Theory 48 (1989), 221, und, in Bezug auf Netzwerkeffekte, *Farrell/Klemperer* in: *Armstrong/Porter* (Hrsg.), S. 1967, 2026 f.

¹⁰¹⁴ Allerdings setzt dies voraus, dass die Anleger entsprechendes Vertrauen in die Qualität des Gesetzgebungsprozesses haben; *Spindler*, AG 1998, 53, 62. Kritisch auch *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8, 7.

¹⁰¹⁵ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(3), S. 205.

Insgesamt überwindet *Michael Klausner* mit der Anwendung der Theorie von Netzwerkeffekten ein rechtsökonomisches Legitimationsdefizit dispositiven Vertragsrechts. Selbst wenn Transaktionskosten gering sind, weist *Klausner* mit Netzwerkeffekten auf andere Vorteile hin, die mit Hilfe dispositiver Standard-Regelungen erreicht werden können.¹⁰¹⁶

(6) *Entlastungsfunktion bei langfristigen Verträgen*

Ein weiterer Ansatz von *Henry Hansmann*¹⁰¹⁷ ist der Analyse *Michael Klausners* insofern ähnlich, als er dispositives Vertragsrecht ebenfalls als Mechanismus zur Bewältigung von Koordinationsproblemen begreift. Allerdings weist *Hansmann* auf die spezifischen Probleme hin, die sich daraus ergeben, dass Gesellschaften regelmäßig langfristige Beziehungen sind. In solchen Beziehungen müssen Mechanismen vorhanden sein, die eine ständige Neuorientierung an veränderte Wirtschaftsbedingungen erlauben.

Langfristige Verträge sind solche Mechanismen.¹⁰¹⁸ Ändern sich tatsächliche oder rechtliche Rahmenbedingungen grundlegend, kann eine Aktiengesellschaft darauf durch eine Änderung ihrer Satzung reagieren. Dies kann sehr aufwendig und kostspielig sein. Die Willensbildung unter den Anteilseignern wird durch die Probleme kollektiven Handelns erschwert, die schon an anderer Stelle dargestellt wurden.¹⁰¹⁹ Außerdem eröffnet jeder gesellschaftsinterne Anpassungsmechanismus Anteilseignern, Mitgliedern der Unternehmensleitung und anderen Interessengruppen Möglichkeiten für opportunistische Verhaltensweisen.¹⁰²⁰

Angesichts dieser Probleme gesellschaftsinterner Anpassungsmechanismen vertritt *Henry Hansmann* die These, dass es auch aus der Sicht dieser Interessengruppen Sinn machen kann, die Anpassung langfristiger Verträge grundsätzlich an den Gesetzgeber zu delegieren. Diese Anpassungsaufgabe kann der Gesetzgeber insbesondere durch dispositives Vertragsrecht erfüllen. Hat der Gesetzgeber eine bestimmte dispositive Standard-Regelung geschaffen, die sich in einem konkreten Fall als sachwidrig herausstellt, steht es Unternehmensleitung und Anteilseignern immer noch frei, sich der Regelung durch ein Heausoptieren zu entledigen.¹⁰²¹ Da dies vergleichsweise selten der Fall sein wird,

¹⁰¹⁶ Damit setzt sich *Klausner* wiederum der Kritik aus, dass seine Theorie nicht weiterhilft, wenn die Wohlfahrtssteigerungen, die durch die dargestellten Netzwerkeffekte entstehen können, vergleichsweise gering sind. Eine empirische Untermauerung seiner Theorie liefert *Klausner*, 83 Va. L. Rev. 713 (1997).

¹⁰¹⁷ *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8.

¹⁰¹⁸ *Jickeli*, S. 17. Zum Konzept relationaler Verträge s. oben Teil 2, bei Fn. 188 ff.

¹⁰¹⁹ Oben Teil 3, bei Fn. 887 ff.

¹⁰²⁰ *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8, 9. Allgemein zum Problem opportunistischen Verhaltens in unvollständigen Verträgen s. oben Teil 2, bei Fn. 184 ff.

¹⁰²¹ *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8, 9 ff.. Allgemein zur Aufgabe des Gesetzgebers bei der Bewältigung der Regelungsprobleme langfristiger Verträge s. *Jickeli*,

kann dispositives Vertragsrecht faktisch ähnlich bindende Wirkungen entfalten wie zwingendes Vertragsrecht.¹⁰²²

So nachvollziehbar die Argumentation von *Hansmann* auch sein mag, ist doch fraglich, inwiefern sein Ansatz allgemein und in Bezug auf das europäische und deutsche Übernahmerecht überzeugen kann. *Hansmann* verschweigt nicht, dass Änderungen gesellschaftsrechtlicher Regelungen durch den Gesetzgeber ihrerseits problematisch sein können. Der Gesetzgeber kann seinerseits von Problemen kollektiven Handelns geplagt sein, seine Entscheidungen können durch Lobbyismus-Interessen und eigennützige Interessen von Politikern verzerrt werden. Diese politökonomische Dimension darf nicht vernachlässigt werden. Das Argument von *Hansmann* überzeugt daher nur, wenn das konstatierte Versagen der internen Unternehmensverfassung größer ist als das mögliche Politikversagen.¹⁰²³ Gerade bei der Regelung von Unternehmensübernahmen spricht einiges dafür, dass das Versagen der internen Unternehmensverfassung nicht größer sein wird. Die Anteilseigner haben ein derart großes Interesse an einer ihnen genehmen Regelung, dass sie Probleme kollektiven Handelns überwinden mögen.¹⁰²⁴ Außerdem kann das Gesellschaftsrecht dies unterstützen, indem es Möglichkeiten opportunistischen Handelns von Unternehmensleitung, Anteilseignern und anderen Interessengruppen minimiert.

Wendet man den Ansatz *Hansmanns* auf das europäische und deutsche Übernahmerecht an, ist zu beachten, dass in den Gesellschaftsrechtssystemen der U.S.-amerikanischen Bundesstaaten Initiativen zur Änderung der „articles of incorporation“ regelmäßig nur vom „board of directors“ und nicht von der Aktionärsversammlung ausgehen können. Der Aktionärsversammlung steht kein Initiativ-, sondern nur ein Vetorecht gegen die Vorlagen des „board“ zu.¹⁰²⁵ Angesichts des anders gearteten Verfahrens zur Einberufung von Hauptver-

S. 100 ff., 211 ff. Ähnliche Ansätze, die auf die Rolle des Gesetzgebers bei der Schaffung dauerhafter Regelungsstrukturen für langfristige Verträge hinweisen, finden sich in den Arbeiten von *Williamson*, *Bell J. Econ.* 7 (1976), 73, hinsichtlich der Regulierung von Kabelfernsehen und *Gordon*, 89 *Colum. L. Rev.* 1549, 1573 ff. (1989), hinsichtlich zwingender Regeln im Gesellschaftsrecht. *Hansmann* weist selbst darauf hin, dass sein Ansatz keinen Unterschied zwischen zwingenden und dispositiven Vorschriften macht; s. *Hansmann*, *Am. L. & Econ. Rev.* 8 (2006), 8, 13 f.

¹⁰²² *Hansmann*, *Am. L. & Econ. Rev.* 8 (2006), 8, 2.

¹⁰²³ Auf diese Abwägung weist *Hansmann*, *Am. L. & Econ. Rev.* 8 (2006), 8, 9, selbst hin.

¹⁰²⁴ In diese Richtung *Bebchuk/Hamdani*, 96 *Nw. U.L. Rev.* 489, 505 (2002). Dazu auch oben Teil 3, bei Fn. 978.

¹⁰²⁵ § 242 (b) General Corporation Law of Delaware; § 10.03 Model Business Corporation Act; *Merkt/Göthel*, Rdnr. 1465 ff.; *Leyens*, *JZ* 2007, 1061, 1066; *Bebchuk/Hamdani*, 96 *Nw. U.L. Rev.* 489, 502 f. (2002); *Hansmann*, *Am. L. & Econ. Rev.* 8 (2006), 8 f.; *Buxbaum* in: *Schneider u.a.* (Hrsg.), S. 1295, 1297 f.; s. a. oben Teil 3, bei Fn. 616. Zu Reformvorschlägen s. *Bebchuk/Ferrell*, 87 *Va. L. Rev.* 111 (2001).

sammlungen (§§ 121, 122 AktG),¹⁰²⁶ zur Beschlussfassung über Satzungsänderungen (§§ 119 Abs. 1 Nr. 5, 133 Abs. 1, 179 ff. AktG)¹⁰²⁷ und der *Holzmüller/Gelatine*-Rechtsprechung des BGH¹⁰²⁸ ist fraglich, ob den Bedenken, die *Hansmann* gegen gesellschaftsinterne Anpassungsverfahren vorbringt, auch in Deutschland ein vergleichbares Gewicht zukommt. Weiterhin stützt *Hansmann* seine Argumentation auf die Tatsache, dass der Bundesstaat Delaware ein kleiner, gering industrialisierter Bundesstaat ist, in dem wenige der Gesellschaften und Anteilseigner ihren tatsächlichen Sitz haben. Damit könne der Gesetzgeber von Delaware hinsichtlich Veränderung rechtlicher Rahmenbedingungen die Position eines vertrauenswürdigen Dritten einnehmen.¹⁰²⁹ Auch dieses Argument lässt sich schwerlich auf das europäische Gesellschaftsrecht in seinem jetzigen Zustand übertragen. Damit lassen sich aus der Analyse *Hansmanns* für die vorliegende Untersuchung keine Schlüsse ziehen.

(7) Informationsfunktion

Wichtiger sind die Informationsfunktionen dispositiven Vertragsrechts. Dispositives Vertragsrecht kann Vertragsparteien Anreize zur Überwindung von Informationsasymmetrien geben (unten Teil 3, D.II.2.c)cc)(7)(a), S. 215). Vertragsparteien können das Abbedingen dispositiver Regelungen auch verwenden, um dem Vertragspartner bestimmte nicht beobachtbare Eigenschaften zu signalisieren (unten Teil 3, D.II.2.c)cc)(7)(b), S. 218). Schließlich kann dispositives Vertragsrecht Vertragsparteien unmittelbar Informationen zur Verfügung stellen (unten Teil 3, D.II.2.c)cc)(7)(c), S. 223).

(a) *Informationsinduzierende Wirkung von „penalty defaults“*. Verträge können nicht nur aufgrund prohibitiv hoher Transaktionskosten unvollständig sein.¹⁰³⁰ Sie können auch aufgrund opportunistischen Verhaltens der Vertragsparteien unvollständig sein.¹⁰³¹ Aufbauend auf der Theorie des Mechanismus-Designs¹⁰³² entwickeln *Ian Ayres* und *Robert Gertner* daraus eine Theorie der informationsinduzierenden Wirkung dispositiven Vertragsrechts.¹⁰³³

¹⁰²⁶ *Kübler/Assmann*, S. 223.

¹⁰²⁷ *Kübler/Assmann*, S. 245 f.; *Schmidt*, S. 919 f.

¹⁰²⁸ BGHZ 83, 122 – *Holzmüller*; BGHZ 159, 30 – *Gelatine I*.

¹⁰²⁹ *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8, 14 f.

¹⁰³⁰ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 179 ff.

¹⁰³¹ *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 92 ff., 111 (1989).

¹⁰³² Zu den Grundlagen des Mechanismus-Designs s. oben Teil 2, Fn. 167.

¹⁰³³ *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87 (1989); *Ayres/Gertner*, 101 Yale L.J. 729 (1992); ähnlich *Bebchuk/Shavell*, J. L. Econ. & Organ. 7 (1991), 284. S. dazu auch *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 693; *Unberath/Czipuka*, AcP 209 (2009), 37, 63 ff.

Bestehen zwischen zwei Vertragsparteien Informationsasymmetrien,¹⁰³⁴ so kann die besser informierte Partei einen Anreiz haben, die Information der anderen Partei vorzuenthalten. Daraus verspricht sie sich größere Vorteile aus dem anvisierten Rechtsgeschäft, also eine Erhöhung ihrer Informationsrente. Die andere Partei kann ein solches Verhalten der besser informierten Partei mitunter antizipieren und wird vom Vertragsschluss Abstand nehmen. Das strategische Ausnutzen der Informationsasymmetrie durch die besser informierte Partei führt zu einem Wohlfahrtsverlust, der sich in zu seltenen Vertragsschlüssen äußert.¹⁰³⁵

In einer solchen Situation kann die Wahl einer dispositiven Standard-Regelung durch den Gesetzgeber der informierten Vertragspartei einen Anreiz geben, ihre Informationen an die nicht informierte Partei zu übermitteln. Dazu wählt der Gesetzgeber eine Standard-Regelung, die für die informierte Partei nachteilig ist (so genannter „penalty default“). Dann hat die informierte Partei einen Anreiz, aus der Standard-Regelung heraus zu optieren und eine Regelung zu wählen, die ihren wahren Präferenzen besser entspricht.¹⁰³⁶ Wenn die Standard-Regelung allen informierten Parteien und nur diesen einen Anreiz gibt, heraus zu optieren,¹⁰³⁷ erfährt die bisher uninformierte Vertragspartei mittelbar, dass die andere Vertragspartei über einen Informationsvorsprung verfügte.

„Penalty defaults“ sind Regelungen des Vertragsrechts, die bewusst nicht dem Willen informierter Vertragsparteien entsprechen.¹⁰³⁸ Dadurch sollen die Vertragsparteien ermutigt werden, Informationen der anderen Vertragspartei – oder dem Gericht oder sonstigen Dritten (beispielsweise Gläubigern von Gesellschaften) – zu offenbaren.¹⁰³⁹ „Penalty defaults“ sind Mechanismen, um Informationsasymmetrien in Vertragsbeziehungen zu beseitigen.¹⁰⁴⁰ Sie sind informationsinduzierende dispositive Regelungen.¹⁰⁴¹ Sie verringern die An-

¹⁰³⁴ Es geht um Informationsasymmetrien aufgrund von verborgener Information und verborgener Handlung, dazu oben Teil 2, bei Fn. 163.

¹⁰³⁵ Allgemein zum opportunistischen Verhalten bei unvollständigen Verträgen s. oben Teil 2, bei Fn. 184 ff.

¹⁰³⁶ *Ayres/Gertner*, 99 *Yale L.J.* 87, 91 (1989).

¹⁰³⁷ Unter dieser Bedingung entsteht ein so genanntes Trennungsgleichgewicht (dazu unten Teil 3, bei Fn. 1061 ff.), in dem die nicht informierte Vertragspartei aus dem Verhalten ihres Vertragspartners schließen kann, ob dieser informiert ist oder nicht.

¹⁰³⁸ *Ayres/Gertner*, 99 *Yale L.J.* 87, 95 (1989).

¹⁰³⁹ *Ayres/Gertner*, 99 *Yale L.J.* 87, 91, 97 (1989); *Ayres*, 59 *U. Chi. L. Rev.* 1391, 1397 f. (1992). *Ayres* und *Gertner* unterscheiden zwischen „tailored defaults“ und „untailored defaults“. Ein „tailored default“ ist auf bestimmte Vertragsparteien zugeschnitten. Ein „untailored default“ spiegelt dagegen die Präferenzen der Mehrheit einer Klasse von Vertragsparteien wider; s. *Ayres/Gertner*, 99 *Yale L.J.* 87, 91 (1989).

¹⁰⁴⁰ *Ayres/Gertner*, 99 *Yale L.J.* 87, 94 (1989). Zu den Grundlagen des Mechanismus-Designs s. oben Teil 2, Fn. 167.

¹⁰⁴¹ *Ruffner*, S. 338.

reize opportunistischen Verhaltens¹⁰⁴² und können zu einer Effizienzsteigerung führen.¹⁰⁴³

Im Detail ist das Modell von *Ayres* und *Gertner* zur informationsinduzierenden Funktion dispositiven Vertragsrechts äußerst verästelzt und hängt von vielen Annahmen ab, die im vorliegenden Zusammenhang nicht umfassend dargestellt werden können.¹⁰⁴⁴ Es sei nur darauf hingewiesen, dass das Modell von *Ayres* und *Gertner* von einem statischen Informationsmodell ausgeht. In dem Modell sind Informationen schon vorhanden. Die Wahl der gesetzlichen Standard-Regelung beeinflusst nicht die Anreize von Parteien, Informationen überhaupt erst zu produzieren. Bewegt sich der Gesetzgeber in einem Bereich, in dem die Informationsproduktion an sich ein relevantes gesetzgeberisches Ziel ist, kann die Wahl eines „penalty default“ nicht zu empfehlen sein.¹⁰⁴⁵ Selbst wenn ein „penalty default“ aufgrund einer statischen Informationsverteilung die richtige staatliche Intervention ist, hilft der „penalty default“ nicht immer weiter. So können die Vorteile, welche die informierte Partei aus der Informationsasymmetrie zieht, größer sind als die Nachteile, welche die Partei aufgrund des „penalty default“ erleidet.¹⁰⁴⁶

Aufgrund der Komplexität des Modells von *Ayres* und *Gertner* ist schon die Frage gestellt worden, welche praktische Relevanz das – in sich konsistente – Modell eigentlich hat.¹⁰⁴⁷ Dennoch können im geltenden Recht Regelungen

¹⁰⁴² *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 94 (1989).

¹⁰⁴³ *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 97 (1989).

¹⁰⁴⁴ Der interessierte Leser sei auf die zitierten Beiträge von *Ayres* und *Gertner* sowie auf die weiteren Verfeinerungen in *Ayres*, 60 U. Cin. L. Rev. 387 (1991); *Ayres/Gertner*, 101 Yale L.J. 729 (1992); *Ayres/Gertner*, 51 Stan. L. Rev. 1591 (1999); *Ayres*; verwiesen. Kritisch zur spieltheoretischen Analyse von *Ayres* s. *Maskin*, 33 Fla. St. U. L. Rev. 557 (2006), mit Erwiderung von *Ayres*, 33 Fla. St. U. L. Rev. 589, 613 ff. (2006). S. a. *Hermalin/Katz/Craswell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 3, 88. Kritisch zum Modell auch *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 694 f.; *Beier*, S. 201 f.

¹⁰⁴⁵ *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 107 (1989); *Hermalin/Katz/Craswell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 3, 88. Zur Unterscheidung zwischen produktiver und redistributiver Information s. die Darstellung in *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 160 f.; *Hermalin/Katz/Craswell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 3, 59 f.

¹⁰⁴⁶ Dies kann der Fall sein, wenn die informierte Partei in einem bilateralen Monopol keine Verhandlungsmacht hat (dazu *Johnston*, 100 Yale L.J. 615 (1990)), wenn die Informationsübermittlung Geschäftsgeheimnisse offenbaren würde, die in anderen Zusammenhängen wertvoll sind (dazu *Ben-Shahar/Bernstein*, 109 Yale L.J. 1885 (2000)), oder – allgemeiner – wenn die Informationsasymmetrie multidimensional ist und die Informationsübermittlung entlang einer Dimension Rückschlüsse über Informationen in anderen Dimensionen zulässt (dazu *Adler*, 51 Stan. L. Rev. 1547 (1999)). S. zum Ganzen *Hermalin/Katz/Craswell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 3, 88; *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 694.

¹⁰⁴⁷ So *Posner*, 33 Fla. St. U. L. Rev. 563, 586 (2006), hinsichtlich der Praktikabilität des Ansatzes für Gerichte: „This response suggests that the problem with the *Ayres-Gertner* analysis is that it is too complicated and indeterminate for judges to use.“ Kritisch auch *Hermalin/Katz/Craswell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 3, 88; *Hertig/McCahery* in: *Ferrarini/Wymeersch* (Hrsg.), S. 119, 128 f.

identifiziert werden, die zwar nicht exakt der Modellierung von *Ayres* und *Gertner* entsprechen mögen, aber doch die grundlegende intuitive Idee von „penalty defaults“ widerspiegeln.¹⁰⁴⁸ Im deutschen Gesellschaftsrecht mag § 722 Abs. 1 BGB als Beispiel gelten, wonach den Gesellschaftern ohne Rücksicht auf Art und Größe ihrer Beiträge ein gleicher Anteil an Gewinn und Verlust zusteht. Diese grobschlächtige Regelung gibt den Gesellschaftern den Anreiz, die Regelung abzubedingen und sich individuell auf einen sachgerechten Gewinnverteilungsschlüssel zu einigen.¹⁰⁴⁹ Ähnliches gilt für die Regelung des § 738 Abs. 1 S. 2 BGB, wonach der ausscheidende Gesellschafter zum vollen Verkehrswert abzufinden ist.¹⁰⁵⁰ Wegen des Interesses der Gesellschaft, einen für den Gesellschaftszweck nachteiligen Kapitalabfluss zu verhindern, hat sich eine umfangreiche Diskussion zu den Möglichkeiten und Grenzen entfaltet, die Regelung des § 738 Abs. 1 S. 2 BGB abzubedingen.¹⁰⁵¹ Individualvertragliche Abbedingungen der Regelung führen zu einer Offenbarung der tatsächlichen Präferenzen der Gesellschafter, haben also informationsinduzierende Wirkung. Weiterhin ist an das aktienrechtliche Wettbewerbsverbot für Vorstandsmitglieder nach § 88 Abs. 1 AktG zu denken, wonach Vorstandsmitglieder ohne Einwilligung des Aufsichtsrats im Geschäftszweig der Gesellschaft keine Geschäfte für eigene oder fremde Rechnung machen dürfen. Durch diese Vorschrift werden Vorstandsmitglieder mittelbar gezwungen, einen eventuellen Wissensvorsprung offen zu legen.¹⁰⁵²

(b) *Signalisierung durch optionales Vertragsrecht.* Das wichtigste Verdienst des Modells von *Ayres* und *Gertner* zur informationsinduzierenden Wirkung dispositiver Standard-Regelungen liegt darin, die rechtsökonomische Analyse des Vertragsrechts auf die Bedeutung von Signalisierungsspielen im spieltheoretischen Sinne hingewiesen zu haben.¹⁰⁵³ Im Vergleich zur Prinzipal-Agenten-

¹⁰⁴⁸ Zu Beispielen im U.S.-amerikanischen Recht s. *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 101 ff. (1989); *Ayres*, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1397 ff. (1992); sehr kritisch allerdings *Posner*, 33 Fla. St. U.L. Rev. 563 (2006), mit Entgegnung von *Ayres*, 33 Fla. St. U.L. Rev. 589 (2006). Zu Beispielen im schweizerischen Aktienrecht s. *Ruffner*, S. 344. S. weiterhin *Hertig/McCahery* in: *Ferrarini/Wymeersch* (Hrsg.), S. 119, 136.

¹⁰⁴⁹ *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 693; *Beier*, S. 200; *Ayres*, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1399 (1992); *Easterbrook/Fischel*, S. 143.

¹⁰⁵⁰ *Beier*, S. 199 f.; *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 694.

¹⁰⁵¹ S. nur *Ulmer* in: Münchener Kommentar BGB, § 738 Rdnr. 39 ff. m.w.N.

¹⁰⁵² *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 694. Der Gedanke des „penalty default“ verbirgt sich auch hinter § 305c Abs. 2 BGB, wonach Auslegungszweifel bei allgemeinen Geschäftsbedingungen zu Lasten des Verwenders gehen. Der Verwender erhält hierdurch einen Anreiz, eindeutige allgemeine Geschäftsbedingungen zu verwenden. Allerdings führt dies nicht notwendigerweise zur Offenbarung bisher geheimer Information und ist daher kein „penalty default“ im strengen Sinne.

¹⁰⁵³ Ebenso *Hermalin/Katz/Craswell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 3, 88. Im Folgenden werden von den Ansätzen, die sich mit der Signalisierungswirkung dispositiven Vertrags-

Theorie haben Signalisierungsfragen in der ökonomischen Analyse des Gesellschaftsrechts lange zu Unrecht eine geringe Rolle gespielt.¹⁰⁵⁴

Eine der wesentlichen Errungenschaften der Spieltheorie¹⁰⁵⁵ ist die Entwicklung von Spielen mit unvollständiger Information.¹⁰⁵⁶ Eine asymmetrische Informationsverteilung kann zu Wohlfahrtsverlusten führen.¹⁰⁵⁷ Jedoch existieren Mechanismen, mit denen Spieler¹⁰⁵⁸ die Informationsasymmetrie beseitigen können. Um das Problem adverser Selektion¹⁰⁵⁹ zu lindern, bieten sich Signalisierungsstrategien an.¹⁰⁶⁰ Dies wird in folgender Spielstruktur abgebildet. Es existieren ein informierter Spieler 1 und ein nicht informierter Spieler 2. Spieler 1 versucht, bestimmte Informationen an den Spieler 2 zu übertragen. Unmittelbar kann die Information nicht übertragen werden. Allerdings kann Spieler 1 ein Signal an Spieler 2 übertragen.¹⁰⁶¹ Spieler 2 kennt die Information selbst nicht. Aus dem übertragenen Signal kann er aber rückschließen, über welche Information der Spieler 1 verfügt. Das übertragene Signal ermöglicht Spieler 2 damit den Rückschluss auf den so genannten „Typ“ des Spielers 1. Dadurch kann Spieler 2 zwischen unterschiedlichen Typen von Spielern 1 differenzieren und dies zur Grundlage von Entscheidungen machen. Ein Spiel hat ein so genanntes „Trennungsgleichgewicht“ (auch „separierendes Gleichgewicht“ oder „separating equilibrium“ genannt), wenn sich die verschiedenen Typen von Spielern 1 aufgrund der gegebenen Anreizstruktur des Spiels selbständig in verschiedene Gruppen sortieren.¹⁰⁶²

Das klassische Beispiel für Signalisierungsspiele ist die Ausbildung als Signal für nicht beobachtbare Fähigkeiten eines Arbeitnehmers. In einer grundlegenden, später mit einem Nobelpreis gekrönten Arbeit zeigte *Michael Spence*, dass Arbeitnehmer einen Anreiz haben, in ihre Ausbildung zu investieren. Dadurch können sie auf dem Arbeitsmarkt einem Arbeitgeber signalisieren, dass sie bestimmte Fähigkeiten besitzen, die der Arbeitgeber nicht unmittelbar beobach-

rechts beschäftigen, nur jene vorgestellt, die im vorliegenden Zusammenhang von besonderer Bedeutung sind. Weitergehende Ansätze finden sich beispielsweise in *Ben-Shahar/Pottow*, 33 Fla. St. U.L. Rev. 651 (2006); *Spier*, RAND J. Econ. 23 (1992), 432; *Johnston*, 100 Yale L.J. 615 (1990); *Bernstein*, 3 S. Cal. Interdisc. L.J. 59 (1993).

¹⁰⁵⁴ *Iacobucci*, Am. L. & E. Rev. 6 (2004), 319, 320; *Heine/Röpke*, RabelsZ 70 (2006), 138, 151.

¹⁰⁵⁵ Allgemein zur Spieltheorie oben Teil 2, Fn. 204.

¹⁰⁵⁶ *Güth*, Homo oeconomicus 14 (1997), 183, 189. Zur Einführung in diese Spielklasse s. *Baird/Gertner/Picker*, S. 79 ff.; *Rieck*, S. 333 ff.

¹⁰⁵⁷ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 134.

¹⁰⁵⁸ Zu dem Begriff s. oben Teil 2, Fn. 204.

¹⁰⁵⁹ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 154.

¹⁰⁶⁰ Dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 155.

¹⁰⁶¹ Anders als bei der Signalspielen handelt bei Filterspielen der uninformierte Spieler zuerst; dazu oben Teil 2, bei Fn. 156.

¹⁰⁶² *Rieck*, S. 336 f.; *Baird/Gertner/Picker*, S. 83.

ten kann.¹⁰⁶³ Hat der Spieler 1 (hier: der Arbeitnehmer) in einem solchen Spiel einen Anreiz, ein entsprechendes Signal an den Spieler 2 (hier: der Arbeitgeber) zu senden, entsteht ein Trennungsgleichgewicht: Ein informierter Spieler 1 wählt eine andere Strategie (er sendet das Signal) als ein uninformierter Spieler 1 (er kann kein Signal senden). Spieler 2 kann damit verschiedene Typen des Spielers 1 (hier: hohe beziehungsweise geringe Produktivität des Arbeitnehmers) unterscheiden.¹⁰⁶⁴ Hat der Spieler 1 in einem solchen Spiel gar keinen Anreiz,¹⁰⁶⁵ ein entsprechendes Signal an den Spieler 2 zu senden, entsteht ein so genanntes „Poolinggleichgewicht“ („pooling equilibrium“): Ein informierter Spieler 1 wählt die gleiche Strategie wie ein uninformierter Spieler 1 (beide senden kein Signal). Damit kann Spieler 2 keine unterschiedlichen Typen des Spielers 1 unterscheiden.¹⁰⁶⁶

Der Gesetzgeber kann durch die unterschiedliche Ausgestaltung des Vertragsrechts beeinflussen, ob sich Marktteilnehmer in einem Trennungs- oder einem Poolinggleichgewicht befinden. Damit kann der Gesetzgeber sicherstellen beziehungsweise verhindern, dass eine nicht informierte Vertragspartei bestimmte Eigenschaften ihres Vertragspartners beobachten kann.¹⁰⁶⁷ Durch dispositives Vertragsrecht kann der Gesetzgeber sicherstellen, dass sich Vertragsparteien in einem Trennungsgleichgewicht befinden. Dispositives Vertragsrecht gibt atypischen Vertragsparteien einen Anreiz, durch eine Abbedingung der Standard-Regelung ihre Atypizität (beispielsweise ihre Zugehörigkeit zu einer atypischen Risikoklasse) dem Vertragspartner zu offenbaren.¹⁰⁶⁸

¹⁰⁶³ *Spence*, Quart. J. Econ. 87 (1973), 355; *Spence*. *Michael Spence* erhielt 2001 zusammen mit *George Akerlof* und *Joseph Stiglitz* den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften. Darstellungen des Modells von *Spencer* finden sich beispielsweise in *Rieck*, S. 333 ff.; *Bitter*, S. 60 ff.

¹⁰⁶⁴ Dies setzt voraus, dass der uninformierte Spieler 1 nicht die Strategie des informierten Spielers 1 imitieren kann. Ansonsten kann Spieler 2 die verschiedenen Typen des Spielers 1 nicht mehr unterscheiden. Im Modellrahmen wird angenommen, dass dies entweder unmöglich ist oder die Annahmen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells verletzt.

¹⁰⁶⁵ Dies hängt maßgeblich von den Kosten des Signals für den Spieler 1 ab, s. *Rieck*, S. 337.

¹⁰⁶⁶ Trennungs- und Poolinggleichgewichte sind Unterfälle perfekt *Bayesianischer* Gleichgewichte. In *Bayesianischen* Spielen haben die Spieler Vorstellungen über die Typenverteilung der anderen Spieler. Sie handeln nicht nur in Reaktion auf die Handlungen der anderen Spieler, sondern auch auf die Vorstellungen über die Strategien der anderen Spieler. Dabei verändern sie diese Vorstellungen nach dem *Bayes'schen* Gesetz (dazu oben Teil 3, Fn. 139), sobald sie Informationen über die anderen Spieler erhalten. S. zum Ganzen *Baird/Gertner/Picker*, S. 80 ff.

¹⁰⁶⁷ *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 120, 125 (1989); *Ruffner*, S. 344. Allgemein s. *Baird/Gertner/Picker*, S. 108 ff., 119. Zur Operationalisierung dieser Idee im Verwaltungsrecht s. *Bitter*. Allgemein *Baird/Gertner/Picker*, S. 157: „The existence of many different options may make it less likely that those with unfavorable information will mimic other players.“

¹⁰⁶⁸ *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 112 (1989); *Ruffner*, S. 342. Besteht Unsicherheit über das Ausmaß der Atypizität, kann dies dem Vertragspartner Anlass zu Spekulationen geben. Dies kann die informierte Vertragspartei antizipieren. Dadurch mag sie davon abgehalten werden, die Standard-Regelung abzubedingen. Dies kann die Bedeutung von Standard-Re-

Die Unterstützung von Signalisierungsspielen durch gesetzliche Vorschriften ist dem Privatrecht nicht fremd. So kann die Wahl einer Gesellschaft zwischen verschiedenen Rechtsformen oder Rechtssystemen als ein Mechanismus gesehen werden, um ein glaubwürdiges Signal über die Qualität der eigenen Unternehmensführung zu senden.¹⁰⁶⁹ Das Patentrecht kann nicht nur als ein Mittel analysiert werden, das Anreize zur Produktion von Erfindungen schafft. Es kann auch als ein Mechanismus betrachtet werden, der es Unternehmen ermöglicht, dem Arbeits- und Kapitalmarkt Eigenschaften zu signalisieren, die nicht verifizierbar sind (beispielsweise eine innovative Belegschaft, die Produktivität von Investitionen in Forschung und Entwicklung oder die allgemeine Innovationsfähigkeit des Unternehmens).¹⁰⁷⁰

Eine ähnliche Signalisierungswirkung lässt sich auch bei der optionalen Rechtsetzung hinsichtlich eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote verdeutlichen. Fünf Beispiele mögen dies verdeutlichen. Sieht die gesetzliche, dispositive Standard-Regelung erstens ein Verbot eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung vor und optiert die Gesellschaft aus diesem Verbot heraus, kann dies den Rückschluss zulassen, dass sich die Gesellschaft auf eine zukünftige Übernahmeschlacht vorbereitet. Dies kann vom Kapitalmarkt als Signal gewertet werden, dass die Gesellschaft ein möglicher Übernahmekandidat ist.¹⁰⁷¹ Erlaubt die gesetzliche, dispositive Standard-Regelung zweitens eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung und optiert die Gesellschaft daraus in ein Verbot hinein, kann dies als ein Signal gewertet werden, dass die Gesellschaft kein Übernahmekandidat ist.¹⁰⁷²

Drittens wurde schon darauf hingewiesen, welche Bedeutung flexible Verhandlungs- und Verkaufsstrategien in Übernahmesituationen haben.¹⁰⁷³ Regelmäßig ist die Unternehmensleitung besser geeignet, die optimale Verhandlungs- und Verkaufsstrategie zu bestimmen und umzusetzen. Eine solche Strategie kann es erfordern, dass der Unternehmensleitung eigenmächtige Abwehrmaßnahmen erlaubt und ihr dadurch Verhandlungsspielraum zugestanden wird.¹⁰⁷⁴

gelungen noch verstärken. Zu diesem Gedankengang *Ben-Shahar/Pottow*, 33 Fla. St. U.L. Rev. 651 (2006); s. a. *Hertig*, ECLR 2006, 341, 350.

¹⁰⁶⁹ *Iacobucci*, Am. L. & E. Rev. 6 (2004), 319, erklärt die Wahl zwischen den Gesellschaftsrechtssystemen verschiedener Staaten mit einer Signalisierungswirkung. *Heine/Röpke*, RabelsZ 70 (2006), 138, sehen die Aufgabe der deutschen Vorschriften zur Kapitalaufbringung und -erhaltung in der Möglichkeit für Gesellschaften, ein glaubwürdiges Signal über die Qualität der eigenen Unternehmensführung zu senden.

¹⁰⁷⁰ *Long*, 69 U. Chi. L. Rev. 625 (2006).

¹⁰⁷¹ *Habersack*, § 10 Rdnr. 25.

¹⁰⁷² *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 314; dazu im Zusammenhang mit §§ 33, 33a WpÜG *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), § 33a Rdnr. 5; *Glade* in: Heidel (Hrsg.), § 33a WpÜG Rdnr. 5; *Kiem* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33a Rdnr. 8.

¹⁰⁷³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 896 ff.

¹⁰⁷⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 907.

Haben die Anteilseigner die Unternehmensleitung *ex ante* zu eigenmächtigen Abwehrmaßnahmen ermächtigt, kann dies potentiellen Bietern vorab signalisieren, dass die Zielgesellschaft kein billiges Übernahmeejekt sein wird. Solche frühzeitigen Signale können die Übernahmeverhandlungen maßgeblich beeinflussen. Sie können die Verhandlungsposition der Gesellschaft stärken und letztlich zu einem höheren Verkaufspreis führen.¹⁰⁷⁵

Viertens kann der Kapitalmarkt Vorratsbeschlüsse im Sinne des § 33 Abs. 2 WpÜG als ein Zeichen werten, dass es sich bei der betreffenden Gesellschaft um einen Übernahmekandidaten handelt. Dies kann den Kurs der Aktie negativ beeinflussen.¹⁰⁷⁶ Erklärt eine gesetzliche, dispositive Standard-Regelung fünftens Übernahmehindernisse wie Stimmrechtsbeschränkungen, Stimmbindungsverträge, Mehr-, Doppel- und Höchststimmrechte und Ähnliches grundsätzlich für wirksam, erlaubt den Gesellschaften jedoch ein Hineinoptieren in eine Durchbrechungsregel,¹⁰⁷⁷ so kann das Hineinoptieren einer Gesellschaft vom Kapitalmarkt als Signal verstanden werden, dass die Gesellschaft ein möglicher Übernahmekandidat ist.¹⁰⁷⁸

Es zeigt sich, dass optionales Vertragsrecht Gesellschaften ermöglicht, potentiellen Bietern zu signalisieren, ob sie als Übernahmeejekt in Frage kommen oder nicht. Ob Gesellschaften von dieser Signalisierungsmöglichkeit Gebrauch machen, hängt von der Ausgestaltung der Standard-Regelung, dem wirtschaftlichen Zustand der Gesellschaft und weiteren wirtschaftlichen Faktoren ab.¹⁰⁷⁹

Durch optionales Vertragsrecht können Zielgesellschaften nicht nur potentiellen Bietergesellschaften Signale senden. Auch der Gesetzgeber kann Signale

¹⁰⁷⁵ *Kahan/Rock*, 152 U. Pa. L. Rev. 453, 522 (2003). Auf S. 515 ff. beschäftigen sich *Kahan* und *Rock* mit der Frage, ob nach U.S.-amerikanischem Gesellschaftsrecht diese frühzeitige Bindung nicht durch spätere entgegengesetzte Entscheidungen der Anteilseigner aufgehoben werden kann.

¹⁰⁷⁶ *Habersack* in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), vor § 311 Rdnr. 21; *Krause/Pötzsch* in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), § 33 Rdnr. 203; *Schlitt* in: Münchener Kommentar AktG, § 33 WpÜG Rdnr. 202; *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), § 33 Rdnr. 54; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, 314; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 12; *Wackerbarth*, WM 2001, 1741, 1750; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 423; *Liekefett*, RIW 2004, 824, 835 f.; *von Hein*, S. 894 f.; dort auch jeweils zur geringen praktischen Bedeutung von Vorratsbeschlüssen.

¹⁰⁷⁷ Zu Stimmrechtsbeschränkungen und Durchbrechungsregel s. oben Teil 3, bei Fn. 544, 551 ff.

¹⁰⁷⁸ *Harbarth*, ZGR 2007, 37, 42; *Kiem* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.); § 33b Rdnr. 6. Zu umgekehrten Signalisierungswirkungen bei der Existenz von Reziprozitätsregeln im Sinne von § 33c WpÜG s. *Harbarth*, ZGR 2007, 37, 43; *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301, 312; *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), § 33a Rdnr. 5; *Kiem* in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), § 33a Rdnr. 8.

¹⁰⁷⁹ Auch kann die Gesellschaft einen Anreiz haben, aus einer Standard-Regelung nicht heraus zu optieren, um bestimmte zutreffende Eigenschaften gerade nicht zu signalisieren. Dazu in unterschiedlichem Zusammenhang *Ben-Shahar/Pottow*, 33 Fla. St. U.L. Rev. 651 (2006); *Spier*, RAND J. Econ. 23 (1992), 432; *Johnston*, 100 Yale L.J. 615 (1990); *Bernstein*, 3 S. Cal. Interdisc. L.J. 59 (1993).

empfangen. So mag der Gesetzgeber bei der Ausgestaltung einer bestimmten Standard-Regelung fälschlicherweise annehmen, die gewählte Ausgestaltung entspreche dem Interesse der Mehrheit der potentiellen Vertragsparteien. Ist dies nicht der Fall, werden die Vertragsparteien aus der Regelung heraus optieren. Hat der Gesetzgeber ein Instrumentarium, um über Art und Häufigkeit des Herausoptierens informiert zu werden, signalisieren die Vertragsparteien dem Gesetzgeber durch das Herausoptieren ihre wahren Präferenzen.¹⁰⁸⁰ Diese Informationen kann der Gesetzgeber bei der Überarbeitung der Standard-Regelung verwenden. In einem solchen Fall ermöglicht optionales Vertragsrecht dem Gesetzgeber eine informierte dynamische Anpassung gesetzlicher Regelungen.¹⁰⁸¹ Darin zeigt sich die Flexibilität optionalen Vertragsrechts.

(c) *Unmittelbare Information durch dispositives Vertragsrecht.* Während *Ian Ayres* und *Robert Gertner* mit Hilfe dispositiven Vertragsrechts einer Vertragspartei Anreize geben wollen, Informationsasymmetrien zu beseitigen,¹⁰⁸² weist ein anderer Ansatz darauf hin, dass der Gesetzgeber selbst mitunter in der Lage sein kann, Informationsdefizite zu beseitigen. Wenn eine Vertragspartei bei der Auswahl unter verschiedenen Vertragsklauseln aufgrund von Informationsdefiziten nicht genau weiß, welche der Klauseln am besten geeignet ist, mag sie darauf vertrauen, dass der Gesetzgeber über solche Informationen verfügt. Dann verlässt sich die Vertragspartei auf die gesetzlich gesetzte Standard-Regelung. Dispositives Vertragsrecht enthält Informationen über bewährte Vertragsformen, Organisationsmodelle und mögliche Leistungsstörungen. Anders als zwingendes Vertragsrecht erlaubt die dispositive Standard-Regelung es gut informierten Vertragsparteien aber immer noch, von der Regelung abzuweichen.¹⁰⁸³ Dispositives Vertragsrecht kann damit nicht nur die Informationsübermittlung zwischen Vertragsparteien induzieren, sondern selbst Informationen bereitstellen.

(8) *Verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse dispositiven Vertragsrechts*

(a) *Einführung.* Transaktionskosten, Netzwerkeffekte und Informationsasymmetrien können zu ineffizienten Vertragsschlüssen führen. Wie die bisher dargestellten Ansätze zeigen, kann dispositives Vertragsrecht in solchen Fällen hel-

¹⁰⁸⁰ Ein solches Instrumentarium kann dadurch entsprechende Melde- und Registrierpflichten implementiert werden. Zu empirischen Untersuchungen in den USA, die auf solchen Instrumentarien aufbauen, s. *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279; *Coninck*.

¹⁰⁸¹ *Bebchuk/Ferrell*, 87 Va. L. Rev. 111, 150 (2001).

¹⁰⁸² Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(7)(a), S. 215.

¹⁰⁸³ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1247, 1271 (2003); *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 181; *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 692; s. a. *Schwartz*, 3 S. Cal. Interdisc. L.J. 389, 390 (1993).

fen, die Ineffizienzen zu minimieren oder gar zu beseitigen. Alle Ansätze gehen von vollständig rational handelnden Marktteilnehmern aus.¹⁰⁸⁴

Im Folgenden soll untersucht werden, welche Funktionen dispositivem Vertragsrecht zukommen, wenn man die Verhaltensannahmen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells lockert. Es geht um die Frage, in welchem Verhältnis dispositives Vertragsrecht und die empirisch beobachtbaren Verhaltensabweichungen¹⁰⁸⁵ stehen, mit denen sich die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts beschäftigt.¹⁰⁸⁶

Im Schwerpunkt geht es um die Unterscheidung zwischen exogenen und endogenen Präferenzen. Schon bei der Untersuchung, inwiefern soziale Präferenzen durch zwingendes Verbraucherschutzrecht verdrängt werden können,¹⁰⁸⁷ wurde auf diese Unterscheidung eingegangen.¹⁰⁸⁸ Im rationaltheoretischen Verhaltensmodell sind Restriktionen, welche die Handlungsmöglichkeiten von Menschen beschränken, exogen vorgegeben. Präferenzen verändern sich nicht in unterschiedlichen gesellschaftlichen Zuständen und sind von existierenden rechtlichen Rahmenbedingungen unabhängig.¹⁰⁸⁹ Die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts beschäftigt sich unter anderem mit der Frage, inwiefern die expressive Funktion des Rechts durch ein Verhaltensmodell mit endogenen Präferenzen abgebildet werden kann.¹⁰⁹⁰

Diese Fragen stellen sich nicht nur beim Widerrufsrecht im Fernabsatzgeschäft,¹⁰⁹¹ sondern auch bei der Schaffung dispositiven Vertragsrechts. Die herkömmliche ökonomische Analyse des Vertragsrechts nimmt an, dass die Präferenzen einer Vertragspartei für eine bestimmte materiell-rechtliche Regelung unabhängig davon sind, welche dispositive Standard-Regelung der Gesetzgeber vorsieht.¹⁰⁹² Danach hat beispielsweise ein Anteilseigner einer Gesellschaft immer die Präferenz für eine Regelung, die der Unternehmensleitung eigenmächtige Abwehrmaßnahmen verbietet. Diese Präferenz ist identisch, wenn der Gesetzgeber ein Verbot eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen als dispositive Standard-Regelung vorsieht, aus der die Anteilseigner heraus optieren können, und wenn der Gesetzgeber eigenmächtige Abwehrmaßnahmen grundsätzlich erlaubt, aber den Anteilseignern ein Hineinoptieren in ein Verbot ermöglicht. Präferenzen sind exogen vorgegeben und werden nicht durch die Ausgestaltung der dispositiven Standard-Regelung beeinflusst.

¹⁰⁸⁴ Zum rationaltheoretischen Verhaltensmodell s. oben Teil 2, C.II.1, S. 20.

¹⁰⁸⁵ Zu diesem Begriff s. oben Teil 2, Fn. 70.

¹⁰⁸⁶ Dazu allgemein oben Teil 2, C.II.2, S. 22.

¹⁰⁸⁷ Dazu oben Teil 3, C.II, S. 93.

¹⁰⁸⁸ Oben Teil 3, C.II.2.c), S. 107.

¹⁰⁸⁹ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 321 ff.

¹⁰⁹⁰ Zur Frage, welche Auswirkungen dies auf die normative ökonomische Analyse des Rechts hat, s. unten Teil 4, bei Fn. 34 ff.

¹⁰⁹¹ Dazu oben Teil 3, C.II.2.c), S. 107.

¹⁰⁹² *Korobkin*, 83 *Cornell L. Rev.* 608, 611, 623 (1998).

Der Kognitionspsychologie ist die Vorstellung exogener Präferenzen fremd. Die psychologische Entscheidungsforschung beschäftigt sich unter anderem mit der Frage, wie Menschen Präferenzen bilden. Die Vorstellung, dass Menschen Präferenzen wie eine „black box“ ausspeien, ohne dass sie dabei durch äußere Umstände beeinflusst werden, geht sowohl am Erkenntnisinteresse dieser Forschungsrichtung als auch an der Realität vorbei.¹⁰⁹³ Vielmehr interessiert die psychologische Entscheidungsforschung die Frage, ob und in welchem Umfang die Konstruktion von Präferenzen durch soziale Umstände und Institutionen beeinflusst wird.¹⁰⁹⁴

Im Folgenden wird zunächst empirische Evidenz dargestellt, dass rechtliche Standard-Regelungen Auswirkungen auf die Präferenzbildung von Menschen haben (unten Teil 3, D.II.2.c)cc)(8)(b), S. 225). Diese Evidenz wird durch den so genannten „endowment“-Effekt erklärt (unten Teil 3, D.II.2.c)cc)(8)(c), S. 226). Auf dieser Grundlage kann untersucht werden, welche Rolle der „endowment“-Effekt bei dispositivem Vertragsrecht im Allgemeinen (unten Teil 3, D.II.2.c)cc)(8)(d), S. 234) und bei dispositivem Gesellschaftsrecht im Besonderen (unten Teil 3, D.II.2.c)cc)(8)(e), S. 237) haben kann.

(b) Auswirkungen von Standard-Regelungen. Im vorliegenden Zusammenhang geht es um die Frage, ob die Konstruktion von Präferenzen durch die unterschiedliche Setzung dispositiver Standard-Regelungen beeinflusst werden kann. Dafür existiert eine recht breite empirische Evidenz.

Besondere Beachtung haben Untersuchungen erfahren, die analysieren, welche Auswirkungen die unterschiedliche Ausgestaltung gesetzlicher Organ spenderegeln („opt in“ oder „opt out“) auf die Spenderaten in unterschiedlichen Ländern haben.¹⁰⁹⁵ In manchen europäischen Ländern dürfen Organe nur nach expliziter vorheriger Zustimmung des Verstorbenen entnommen werden (Zustimmungs- oder „opt in“-Lösung). Dies ist beispielsweise in Deutschland (s. §§ 3 ff. Transplantationsgesetz), Dänemark, den Niederlanden und Großbritannien der Fall. In anderen Ländern (beispielsweise Belgien, Frankreich, Ungarn, Polen und Schweden) wird die Zustimmung des Verstorbenen vermutet. Will jemand eine Organentnahme nach seinem Tod vermeiden, muss er dieser *ex ante* explizit widersprechen (Widerspruchs- oder „opt out“-Lösung).

In einem solchen Fall sagt die herkömmliche ökonomische Analyse des Rechts vorher, dass die unterschiedliche Ausgestaltung des optionalen Regime für die Wahl der Betroffenen unerheblich ist, solange keine

¹⁰⁹³ Exemplarisch *Lichtenstein/Slovic* in: Lichtenstein/Slovic (Hrsg.), S. 1: „The central idea is that in many situations we do not really know what we prefer; we must construct our preferences as the situation arises.“

¹⁰⁹⁴ S. dazu die Beiträge in Lichtenstein/Slovic (Hrsg.). Zu den Problemen dieses Ansatzes s. unten Teil 4, A.III.2, S. 327.

¹⁰⁹⁵ *Johnson/Goldstein*, Science 302 (2003), 1338.

Transaktionskosten, Informationsasymmetrien und ähnliche Marktversagen bestehen. In einer Studie haben *Eric Johnson* und *Daniel Goldstein* jedoch gezeigt, dass in den untersuchten Ländern mit einer „opt in“-Lösung höchstens 27,5 % der Bürger effektiv einer Organspende zustimmen. In den untersuchten Ländern mit einer „opt out“-Lösung stimmen dagegen mindestens 85,9 % der Bürger effektiv einer Organspende zu. Dies führt zu einer statistisch signifikanten¹⁰⁹⁶ Erhöhung der tatsächlichen Organspenden in Ländern mit einem „opt out“-Regime von 16,3 %.¹⁰⁹⁷

Ähnliche Ergebnisse zeigen sich bei der Untersuchung von gesetzlichen Standard-Regelungen für die Wahl von Versicherungspolice,¹⁰⁹⁸ von Datenschutzstandards im Internet,¹⁰⁹⁹ von unterschiedlichen Angeboten betrieblicher Altersvorsorge,¹¹⁰⁰ von Sparraten¹¹⁰¹ sowie von Sonderausstattungen beim Autokauf.¹¹⁰² In all diesen Fällen zeigt sich, dass Menschen keine vorgebildeten, unabänderlichen Präferenzen haben. Vielmehr hängt die Wahl eines bestimmten Produkts oder einer bestimmten Regelung maßgeblich davon ab, welche der möglichen Alternativen als Standard-Regelung¹¹⁰³ vorgegeben wird.

(c) *Erklärung durch den „endowment“-Effekt.* Die psychologische Entscheidungsforschung und die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts wollen solche Befunde erklären können. Der wichtigste Erklärungsansatz ist der so genannte „endowment“-Effekt. Zuerst von *Jack Knetsch* beschrieben,¹¹⁰⁴ geht es um die empirische Erkenntnis, dass Menschen Güter in Tauschsituationen je nachdem unterschiedlich bewerten, ob sie das Gut kaufen oder verkaufen wollen.

¹⁰⁹⁶ Zum Begriff der Signifikanz s. oben Teil 3, Fn. 388.

¹⁰⁹⁷ Beziehungsweise – nach einer anderen Studie – von 56,5 %; s. *Johnson/Goldstein*, *Science* 302 (2003), 1338 f. Die Ergebnisse von *Johnson* und *Goldstein* sind nicht unumstritten. *Abadie/Gay*, *J. Health Econ.* 25 (2006), 599, 606 ff., finden einen ähnlichen Effekt in Höhe von 25–30 %, wobei sie auf die Schwierigkeiten ihrer ökonometrischen Untersuchung und widersprechende Untersuchungen hinweisen.

¹⁰⁹⁸ *Johnson u. a.*, *J. Risk & Uncert.* 7 (1993), 35.

¹⁰⁹⁹ *Johnson/Bellman/Lohse*, *Marketing L.* 13 (2002), 5; *Bellman/Johnson/Lohse*, *Comm. ACM* 44 (2) (2001), 25; s. a. *Kesan/Shah*, 82 *Notre Dame L. Rev.* 583 (2006). Daran schließt sich die juristische Diskussion um „opt-in“- versus „opt-out“-Lösungen bei unerwünschter E-Mail-Werbung an, s. oben Teil 3, bei Fn. 431.

¹¹⁰⁰ *Madrian/Shea*, *Quart. J. Econ.* 116 (2001), 1149; *Choi u. a.* in: *Wise* (Hrsg.), S. 81; *Carroll u. a.*; *Engert*, *ZfA* 2004, 311.

¹¹⁰¹ *Thaler/Benartzi*, *J. Pol. Econ.* 112 (2004), S164.

¹¹⁰² *Park/Jun/MacInnis*, *J. Marketing Res.* 37 (2000), 187, untersuchen die Frage, welche Auswirkungen es auf die Kaufentscheidung hat, wenn Konsumenten Sonderausstattungen zu einem Basisautomodell hinzufügen können beziehungsweise wenn sie Ausstattungsmerkmale aus einem voll ausgestatteten Modell entfernen können.

¹¹⁰³ Zu diesem Begriff s. oben Teil 3, bei Fn. 423.

¹¹⁰⁴ *Knetsch*, *Am. Econ. Rev.* 79 (1989), 1277.

Im bekanntesten Labor-Experiment zur Fundierung des „endowment“-Effekts, das der spätere Nobelpreisträger *Daniel Kahneman*¹¹⁰⁵ zusammen mit *Jack Knetsch* und *Richard Thaler* durchführte,¹¹⁰⁶ erhielten die Hälfte der Teilnehmer eine Kaffeetasse mit dem Logo der Cornell University. Diese Teilnehmer wurden informiert, dass sie die Möglichkeit hätten, die Tasse zu verkaufen. Die andere Hälfte der Teilnehmer wurde informiert, dass sie diese Tassen kaufen könnten. In dem Experiment wurde ermittelt, zu welchem Preis die erste Hälfte der Teilnehmer die Tassen verkaufen („willingness to accept“, WTA) und zu welchem Preis die zweite Hälfte die Tassen kaufen („willingness to pay“, WTP) würden.¹¹⁰⁷ Es wurde also experimentell der jeweilige Vorbehaltspreis¹¹⁰⁸ von Verkäufern und Käufern ermittelt. Daraus wurden Angebots- und Nachfragekurven sowie ein Marktpreis ermittelt, zu dem die Tassen gehandelt werden konnten. In dem Experiment wurden die Tassen zu dem Marktpreis gehandelt, wenn die WTA eines Verkäufers gleich oder größer dem Marktpreis und die WTP eines Käufers gleich oder kleiner diesem Marktpreis war.

Die neoklassische ökonomische Analyse baut auf dem rationaltheoretischen Verhaltensmodell auf. Sie sagt in einem solchen Experiment voraus, dass die WTA und die WTP der Teilnehmer im Durchschnitt übereinstimmen werden. Dies hängt mit der Behandlung von Opportunitätskosten durch das rationaltheoretische Verhaltensmodell zusammen. Die Wahl einer Handlungsalternative verursacht nicht nur unmittelbare Kosten, die für diese Handlungsalternative bezahlt werden müssen („out of pocket costs“). Sie verursacht auch Kosten, die in den entgangenen Vorteilen bestehen, die bei Wahl anderer Handlungsalternativen angefallen wären. Das rationaltheoretische Verhaltensmodell behandelt diese Opportunitätskosten¹¹⁰⁹ wie unmittelbare Kosten („out of pocket costs“).¹¹¹⁰

Dieser Gleichsetzung von unmittelbaren Kosten und Opportunitätskosten liegt das *Coase*-Theorem zugrunde, das für große Teile der rechtsökonomischen Analyse grundlegend ist. In seinem Aufsatz zum Problem sozialer Kosten legte *Ronald Coase* dar, dass in einer Gesellschaft mit eindeutig spezifizierten und frei übertragbaren Verfügungsrechten die endgültige Ressourcenalloka-

¹¹⁰⁵ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 67.

¹¹⁰⁶ *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1325.

¹¹⁰⁷ Dabei griffen die Experimentatoren auf die so genannte „*Becker-DeGroot-Marschak* (BDM)-Methode“ zur Ermittlung individueller Präferenzen zurück, durch die ein strategisches Verhalten der Teilnehmer ausgeschlossen werden kann; s. *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1325, 1336 ff.; *Becker/DeGroot/Marschak*, Behav. Sci. 9 (1964), 226.

¹¹⁰⁸ Zu diesem Begriff s. oben Teil 2, Fn. 152.

¹¹⁰⁹ Opportunitätskosten sind also entgangene Erträge, die nicht abgeschöpft werden können, da vorhandene Möglichkeiten zur Nutzung von Ressourcen nicht wahrgenommen werden. Anders ausgedrückt sind es die Kosten der besten, nicht realisierten Handlungsalternative; s. Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „Opportunitätskosten“; *Posner*, S. 6.

¹¹¹⁰ *Posner*, S. 6 f.

tion unabhängig von der originären Zuteilung der Verfügungsrechte, immer identisch und *Pareto*-optimal ist, solange keine Transaktionskosten existieren. Werden Verfügungsrechte falsch zugewiesen sind, so dass eine *Pareto*-Verbesserung¹¹¹¹ möglich ist, werden die Marktteilnehmer – angesichts fehlender Transaktionskosten – diese *Pareto*-Verbesserung durch entsprechenden Handel selbständig herbeiführen.¹¹¹²

Coase erläuterte dies am Beispiel eines Bauern, der ein Feld bestellt, und eines angrenzenden Viehzüchters. Zur Konfliktregelung kann der Staat dem Bauern das Recht verleihen, die Herde des Viehzüchters von seinem Feld zu vertreiben. Er kann aber auch dem Viehzüchter das Recht verleihen, sein Vieh auf dem Feld des Bauern grasen zu lassen. Nach *Coase* hat die unterschiedliche Zuweisung des Verfügungsrechts keine Auswirkungen, solange keine Transaktionskosten existieren. In beiden Fällen werden der Bauer und der Viehzüchter das Verfügungsrecht solange verschieben, bis ein *Pareto*-optimales Ergebnis vorliegt.¹¹¹³ Dies setzt allerdings voraus, dass der Bauer und der Viehzüchter das Verfügungsrecht unabhängig davon gleich bewerten, ob sie das Verfügungsrecht kaufen (unmittelbare Kosten) oder veräußern (Opportunitätskosten). Mit anderen Worten: Die WTP des Bauers und des Viehzüchters müssen jeweils mit der eigenen WTA übereinstimmen.¹¹¹⁴

Im oben beschriebenen Experiment von *Kahneman*, *Knetsch* und *Thaler* sagt das *Coase*-Theorem und die herkömmliche ökonomische Analyse des Rechts voraus, dass Versuchspersonen eine Tasse genauso häufig verkaufen wollen, wenn sie diese besitzen, wie sie die Tasse kaufen wollen, wenn sie diese nicht besitzen.¹¹¹⁵ Die WTA und WTP des *hominis oeconomici* sind also iden-

¹¹¹¹ Eine *Pareto*-Verbesserung ist möglich, wenn die Besserstellung einer Person gelingt, ohne dass durch mindestens eine andere Person einen Nachteil erleidet. Ist dies nicht mehr möglich, ist der Zustand *Pareto*-effizient, s. *Schäfer/Ott*, S. 25; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 48. Allgemein zum *Pareto*-Kriterium s. oben Teil 2, bei Fn. 205 f.

¹¹¹² *Coase*, J. L. & *Econ.* 3 (1960), 1. Allgemein zum *Coase*-Theorem *Hermalin/Katz/Craswell* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 3, 24 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 100 ff.; *Mathis*, S. 67 ff.; *Ruffner*, S. 15 ff. Zur Kritik am *Coase*-Theorem s. unten Teil 3, Fn. 1122.

¹¹¹³ *Coase*, J. L. & *Econ.* 3 (1960), 1, 2 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 103; *Cooter/Ulen*, S. 85 ff. Allerdings trifft das *Coase*-Theorem nur eine Aussage über die Irrelevanz der Zuweisung von Verfügungsrechten für die Allokationseffizienz. Dagegen können unterschiedliche Zuweisungen die Ressourcenverteilung beeinflussen; s. *Schäfer/Ott*, S. 106 f. Zur normativen Frage des Verhältnisses zwischen Allokationseffizienz und Ressourcenverteilung in der Wohlfahrtstheorie s. *Hellwig* in: *Engel/Möschel* (Hrsg.), S. 231, 233 ff.; *Hammond*, *Oxford Econ. Papers* 42 (1990), 6, 8 f. Zur Trennung zwischen Allokations- und Verteilungsfragen s. schon oben Teil 1, bei Fn. 47, sowie Teil 2, Fn. 122, 224, und Teil 3, Fn. 772, 849, 910.

¹¹¹⁴ *Korobkin*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 1227, 1231 (2003).

¹¹¹⁵ Weiterhin sollten im Aggregat die Hälfte aller Tassen den Eigentümer wechseln. Dies resultiert daraus, dass die Experimentalteilnehmer zufällig ausgewählt und deren WTA und WTP daher im Aggregat jeweils normalverteilt sind. Zum Begriff der Normalverteilung s. *Gabler Wirtschaftslexikon*, Eintrag zu „Normalverteilung“.

tisch. Jedoch stellte sich im Experiment heraus, dass die Verkäufer im Median¹¹¹⁶ eine WTA von 5,25 \$ hatten, während die Käufer im Median eine WTP zwischen 2,25 \$ und 2,75 \$ hatten.¹¹¹⁷ In weiteren Experimenten hat sich bestätigt, dass die WTA regelmäßig etwa doppelt so hoch ist wie die WTP.¹¹¹⁸ Diese so genannte WTA-WTP-Lücke¹¹¹⁹ wird als Anzeichen dafür gewertet, dass Menschen ein Gut höher schätzen, wenn sie dieses besitzen, als wenn sie es nicht besitzen.¹¹²⁰ Dabei sind sich Menschen regelmäßig dieser WTA-WTP-Lücke nicht bewusst. Sie wissen also nicht, dass sich ihre eigene Präferenz für ein Gut davon abhängig verändert, ob sie das Gut besitzen und daher verkaufen wollen oder ob sie es nicht besitzen und daher kaufen wollen.¹¹²¹

Die experimentellen Befunde zur WTA-WTP-Lücke stellen mittelbar die Geltung des *Coase*-Theorems – ein Grundpfeiler der rechtsökonomischen Analyse – in Frage.¹¹²² Daher hat die WTA-WTP-Lücke in der rechtsökonomischen Literatur viel Aufmerksamkeit erfahren.¹¹²³

¹¹¹⁶ Zum Unterschied zwischen Median und arithmetischem Mittel in der Statistik s. *Jackson u.a.*, S. 486 ff.

¹¹¹⁷ *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1325, 1332.

¹¹¹⁸ *Johnson/Häubl/Keinan*, J. Experim. Psych.: Learning, Memory, and Cognition 33 (2007), 461.

¹¹¹⁹ Zum Begriff „WTA-WTP gap“ s. *Plott/Zeiler*, Am. Econ. Rev. 95 (2005), 530 Fn. 1. *Plott* und *Zeiler* betonen, dass der experimentelle Befund die Lücke zwischen WTP und WTA ist, während der Begriff „endowment“-Effekt nur auf einen möglichen Erklärungsansatz des experimentellen Befunds hinweist. Insgesamt ist die Verwendung der Begriffe in der Literatur uneinheitlich. Neben WTA-WTP-Lücke und „endowment“-Effekt wird auch vom „status quo bias“ gesprochen. Darunter wird das etwas breitere Konzept verstanden, dass Menschen oftmals den gegenwärtigen Zustand einem Alternativzustand vorziehen; s. *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1228 f., 1236 (2003); *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 625 (1998); *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Econ. Persp. 5 (1) (1991), 193, 197 ff. Am weitesten verbreitet ist der Begriff „endowment“-Effekt.

¹¹²⁰ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1228 (2003).

¹¹²¹ *Loewenstein/Adler*, Econ. J. 105 (1995), 929.

¹¹²² *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1325; *Rachlinski/Jourden*, 51 Vand. L. Rev. 1541, 1553 ff. (1998); *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 3 (2002); *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 219. Daneben gibt es noch zahlreiche andere Angriffe gegen das *Coase*-Theorem. So ist die Gleichsetzung von WTA und WTP bei ungleicher Vermögensverteilung nicht mehr gerechtfertigt; s. *Posner*, S. 13; *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1247 ff. (2003); *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 653 f. (1998). Auch geht das *Coase*-Theorem davon aus, dass sich Parteien nicht strategisch verhalten; s. *Schäfer/Ott*, S. 105 f. Zu weiteren Einschränkungen des *Coase*-Theorems s. die Diskussion in *Cooter/Ulen*, S. 85 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 104 ff.; *Regan*, J. L. & Econ. 15 (1972), 427, 432 ff. Aus dem Axiom exogener Präferenzen folgt die Annahme der herkömmlichen Mikroökonomie, dass sich Indifferenz-Kurven niemals schneiden können. Auch dies wird durch „endowment“-Effekte in Frage gestellt, s. *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Econ. Persp. 5 (1) (1991), 193, 196; allgemein zum Konzept der Indifferenz-Kurve *Pindyck/Rubinfeld*, S. 70 ff. Allgemein zur Kritik am *Coase*-Theorem auch *Mathis*, S. 73 ff.

¹¹²³ S. nur *Rachlinski/Jourden*, 51 Vand. L. Rev. 1541 (1998); *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608 (1998); *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227 (2003); *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1 (2002); *Sunstein*, 77 N.Y.U. L. Rev. 106 (2002), jeweils m.w.N. Besonders deutlich *Korobkin*,

Die psychologische Entscheidungsforschung bietet verschiedene Erklärungen für die WTA-WTP-Lücke an.¹¹²⁴ Der wichtigste Erklärungsansatz baut auf der „prospect theory“ von *Daniel Kahneman* und *Amos Tversky* auf.¹¹²⁵ Diese Theorie bietet eine psychologisch fundierte Alternative zur Theorie vom Erwartungsnutzen.¹¹²⁶ Die Theorie vom Erwartungsnutzen, die von *John von Neumann* und *Oskar Morgenstern* begründet wurde, geht davon aus, dass Menschen ihre Entscheidungen an finalen Vermögenszuständen ausrichten. Dagegen geht die „prospect theory“ davon aus, dass Menschen ihre Entscheidungen an Gewinnen und Verlusten ausrichten, die sie relativ zu einem Referenzpunkt erhalten.¹¹²⁷ Der Referenzpunkt kann grundsätzlich beliebig gesetzt sein, liegt aber üblicherweise beim derzeitigen Vermögensstand.

Ausgehend von diesem Referenzpunkt weisen Menschen eine Verlustaversion („loss aversion“) auf: Menschen haben die Tendenz, Verluste stärker zu gewichten als Gewinne.¹¹²⁸ Sie sind im Bereich von Gewinnen grundsätzlich risikoavers und im Bereich von Verlusten risikofreudig. Die Nutzenfunktion eines Menschen ist unterhalb des Referenzpunkts konvex und oberhalb dieses Referenzpunkts konkav. Dies spiegelt eine abnehmende Sensitivität für relative Verluste und relative Gewinne wider. Verluste stören Menschen stärker als entgangene Gewinne. Sowohl Gewinne als auch Verluste werden umso stärker wahrgenommen, je nä-

97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1229 (2003): „The endowment effect is undoubtedly the most significant single finding from behavioral economics for legal analysis to date.“ Für eine Anwendung im deutschen Kapitalmarktrecht s. *Klöhn*, S. 94 ff.

¹¹²⁴ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1242 ff. (2003); *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608 (1998), 648 ff., 657 ff.; *Plott/Zeiler*, Am. Econ. Rev. 97 (2007), 1449, 1452 f.; *Plott/Zeiler*, Am. Econ. Rev. 95 (2005), 530; *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 8 (2002); *Huck/Kirchsteiger/Oechssler*, Econ. J. 115 (2005), 689 (evolutionärer Ansatz); interessant der Ansatz von *Johnson/Häubl/Keinan*, J. Experim. Psych.: Learning, Memory, and Cognition 33 (2007), 461, 462 ff., auf der Grundlage der so genannten „query theory“. Eine Vereinheitlichung dieser konkurrierenden Erklärungsansätze ist nicht ersichtlich, s. *Johnson/Häubl/Keinan*, J. Experim. Psych.: Learning, Memory, and Cognition 33 (2007), 461. Zu kurz *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 219.

¹¹²⁵ *Kahneman/Tversky*, *Econometrica* 47 (1979), 263; *Tversky/Kahneman*, *Science* 211 (1981), 453; *Tversky/Kahneman*, *J. Risk & Uncert.* 5 (1992), 297.

¹¹²⁶ Zum Konzept des Erwartungsnutzens s. oben Teil 2, Fn. 62. Zwar lassen sich in der Theorie vom Erwartungsnutzen Risikofreudigkeit und Risikoaversität abbilden, s. *Pindyck/Rubinfeld*, S. 165 ff. Allerdings kennt die Theorie keinen endogenen Referenzpunkt, wie ihn die „prospect theory“ einführt.

¹¹²⁷ *Klöhn*, S. 94.

¹¹²⁸ *Tversky/Kahneman*, *Quart. J. Econ.* 106 (1991), 1039, 1041, 1054 ff.; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, *J. Pol. Econ.* 98 (1990), 1325, 1326 f.; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, *J. Econ. Persp.* 5 (1) (1991), 193, 199 ff.; *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1250 ff. (2003). Eine Person ist verlustavers, wenn sie – ausgehend von einem bestimmten Referenzpunkt – ein Verlust von 100 stärker stört als ein entgangener Gewinn von 100; s. *Tversky/Kahneman*, *Quart. J. Econ.* 106 (1991), 1039; *Klöhn*, S. 94 f.; *Langevoort*, 84 Cal. L. Rev. 627, 637 (1996). Dazu schon oben Teil 2, bei Fn. 76.

her sie sich in der Nähe des Referenzpunkts bewegen. Daraus ergibt sich eine S-förmige Nutzenfunktion, die für die „prospect theory“ typisch ist.¹¹²⁹

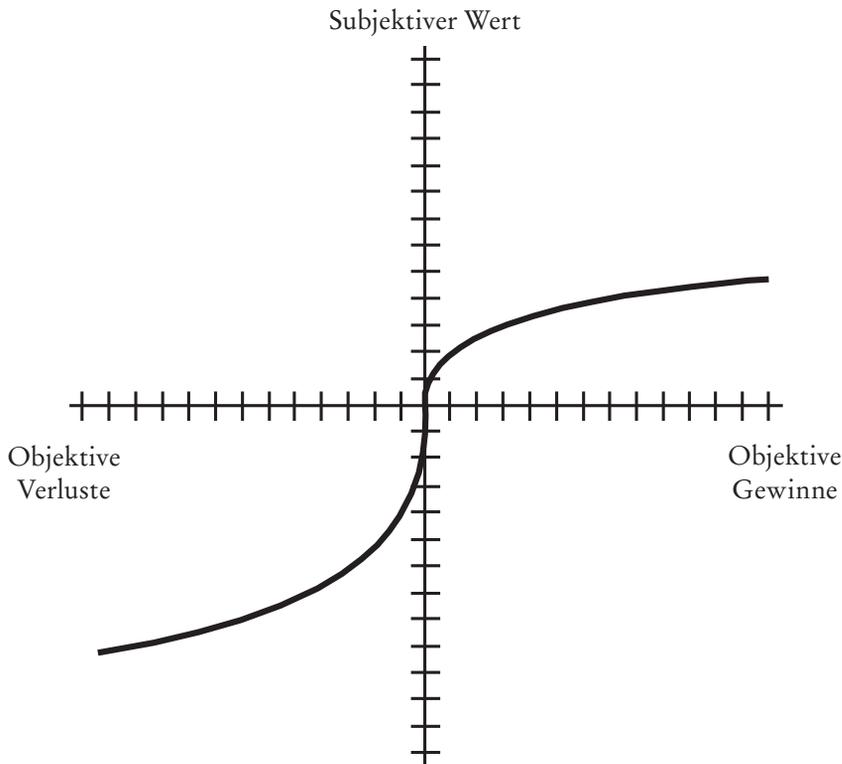


Abbildung 3: Nutzenfunktion nach der „prospect theory“

Die experimentell beobachtete WTA-WTP-Lücke wird als Zeichen der Verlustaversion gesehen, die die „prospect theory“ vorhersagt.¹¹³⁰ In dem dargestellten Experiment fällt es den Teilnehmern schwerer, sich von der Tasse zu tren-

¹¹²⁹ *Tversky/Kahneman*, Science 211 (1981), 453, 454; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Econ. Persp. 5 (1) (1991), 193, 199 f. Charakteristisch für die Nutzenfunktion der „prospect theory“ ist, dass sie oberhalb des Referenzpunkts konkav und unterhalb des Referenzpunkts konvex ist. Zusätzlich ist die Steigung der Funktion unterhalb des Referenzpunkts kleiner als oberhalb des Referenzpunkts. Darin zeigt sich die Verlustaversion. Daher gilt für die Nutzenfunktion: $f(x) = \begin{cases} x^\alpha & \text{für } x \geq 0 \\ -\lambda(-x)^\beta & \text{für } x < 0 \end{cases}$. λ bestimmt die Verlustaversion unterhalb des Referenzpunkts. In ihrer Untersuchung zur kumulativen „prospect theory“ beobachteten *Tversky/Kahneman*, J. Risk & Uncert. 5 (1992), 297, 311 f., 314, empirisch für α und β einen Wert von 0,88, für λ einen Wert von 2,25. Dazu und zu anderen empirischen Untersuchungen im Überblick s. *Brandstätter/Gigerenzer/Hertwig*, Psych. Rev. 113 (2006), 409, 417 f.

¹¹³⁰ Die Erklärung der WTA-WTP-Lücke durch Verlustaversion verschiebt natürlich nur die Problematik: Entsteht die WTA-WTP-Lücke aufgrund einer Verlustaversion, ist eine psychologische Theorie notwendig, die erklärt, unter welchen Bedingungen eine Verlustaversion auftritt; s. dazu *Rachlinski/Jourden*, 51 Vand. L. Rev. 1541, 1556 ff. (1998); *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1250 ff. (2003); *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 657 ff. (1998). Zu diesem Problem auch unten Teil 4, A.III.1, S. 322.

nen, als sie zu erwerben. Die Tatsache, dass eine Tasse im Eigentum des Teilnehmers steht, verändert dessen Wertschätzung. Dieses Phänomen wird oft als „endowment“-Effekt bezeichnet.¹¹³¹ Mit der S-förmigen Nutzenfunktion der „prospect theory“ lässt sich der „endowment“-Effekt graphisch veranschaulichen.¹¹³²

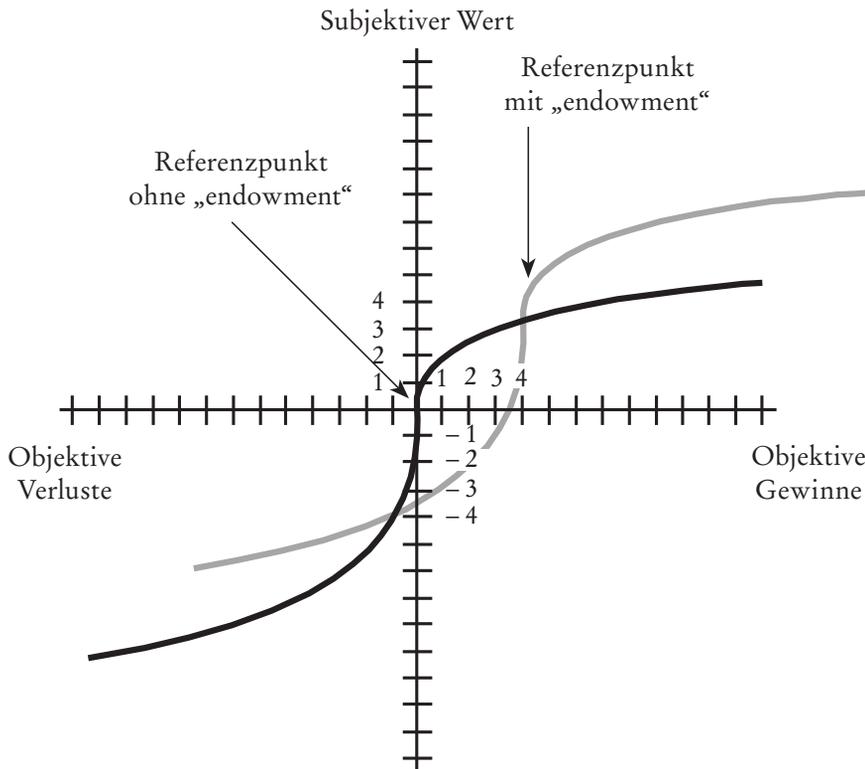


Abbildung 4: Graphische Veranschaulichung des „endowment“-Effekts

¹¹³¹ Oftmals werden die Begriffe WTA-WTP-Lücke und „endowment“-Effekt als Synonyme verwendet. Genau betrachtet, bezeichnet der Begriff WTA-WTP-Lücke das experimentell beobachtete allgemeine Phänomen, während der Begriff „endowment“-Effekt auf eine von mehreren möglichen Erklärungsansätzen dieses Phänomens – nämlich Verlustaversion auf Grundlage der „prospect theory“ – hinweist. Dazu schon oben Teil 3, Fn. 1119.

¹¹³² Es wird davon ausgegangen, dass eine Tasse den objektiven Wert von 4 hat. Besitzt ein Teilnehmer keine Tasse, befindet er sich in der Abbildung 4 im Schnittpunkt der beiden Achsen (hier: Punkt (0,0), „Referenzpunkt ohne „endowment““). Erhält er die Möglichkeit, eine Tasse zu erwerben, so vermehrt sich sein Vermögen objektiv um 4. Er bewegt sich also auf der x-Achse um 4 nach rechts. Diesen Vermögenszuwachs nimmt er subjektiv als einen Wertzuwachs von 3 wahr. Er bewegt sich also auf der y-Achse um 3 nach oben. Dies zeigt sich an der durchgezogenen Nutzenfunktion der „prospect theory“, die oberhalb des Referenzpunkts (0,0) konkav ist. Damit befindet sich der Teilnehmer im Punkt (4, 3). Besitzt der Teilnehmer hingegen eine Tasse, befindet er sich ursprünglich im Punkt (4, 3), dem „Referenzpunkt mit „endowment““. Durch den Besitz der Tasse haben sich der Referenzpunkt und damit auch die Nutzenfunktion verschoben. Es gilt nun die hellgraue Nutzenfunktion. Erhält der Teilnehmer die Möglichkeit, die Tasse zu verkaufen, so vermindert sich sein Vermögen objektiv

Der experimentelle Befund des „endowment“-Effekts wurde inzwischen vielfach repliziert.¹¹³³ Dennoch ist die Forschung noch im Fluss. Einerseits wurden in letzter Zeit grundsätzliche methodische Einwände gegen die durchgeführten Experimente zum „endowment“-Effekt erhoben.¹¹³⁴ Andererseits ist klar, dass das Auftreten des „endowment“-Effekts kontextabhängig ist.¹¹³⁵ So zeigt sich, dass die Größe des „endowment“-Effekts mit Unsicherheiten bei der Bewertung des betroffenen Guts ansteigt.¹¹³⁶ Auch zeigt sich, dass grundsätzlich kein „endowment“-Effekt auftritt, wenn ein Mensch ein Gut nicht besitzt, um es selbst zu benutzen, sondern um es weiter zu veräußern. Das Gut wird zu einem bloßen Handelsobjekt, das keinen „endowment“-Effekt hervorruft. Es wirkt wie Geld, bei dem auch kein „endowment“-Effekt auftritt.¹¹³⁷ Damit gehen experimentelle Befunde einher, dass bei Experimentateilnehmern mit er-

um 4. Er bewegt sich also auf der x-Achse um 4 nach links. Diese Vermögensminderung nimmt der Teilnehmer subjektiv als eine Wertminderung von 6,5 wahr. Er bewegt sich auf der y-Achse um 6,5 nach unten. Damit befindet sich der Teilnehmer am Punkt (0, -3,5). Dies zeigt sich an der hellgrauen Nutzenfunktion, die unterhalb des Referenzpunkts (4, 3) konvex ist. Da der wahrgenommene Verlust (-6,5) im zweiten Fall größer ist als der wahrgenommene Gewinn (+3) im ersten Fall, ist die WTA des Teilnehmers größer als seine WTP. Darin zeigt sich die Verlustaversion des Teilnehmers mit „endowment“-Effekt.

¹¹³³ Eine Übersicht über die existierenden Experimente geben *Horowitz/McConnell*, J. Env. Econ. & Mgmt. 44 (2002), 426; *Plott/Zeiler*, Am. Econ. Rev. 95 (2005), 530, 533; *Rachlinski/Jourden*, 51 Vand. L. Rev. 1541, 1551 ff. (1998).

¹¹³⁴ *Plott/Zeiler*, Am. Econ. Rev. 95 (2005), 530, argumentieren, die dargestellten experimentellen Befunde seien Artefakte der experimentellen Methode; dazu kritisch *DellaVigna*, J. Econ. Lit. 47 (2009), 315, 327; s. a. *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1242 ff. (2003). *Plott/Zeiler*, Am. Econ. Rev. 97 (2007), 1449, argumentieren, die experimentellen Befunde könnten nicht im Sinne eines „endowment“-Effekts durch die „prospect theory“ erklärt werden. Vielmehr ließen sie sich durch Theorien über Signalisierung, soziale Präferenzen und soziale Kaskaden erklären. Folgt man der Ansicht von *Zeiler* und *Plott*, sind die Schlüsse, die die Rechtsökonomie aus den Befunden der WTA-WTP-Experimente schließt, sehr kritisch zu hinterfragen. Gegen die Experimente von *Plott* und *Zeiler* lässt sich allerdings einwenden, dass die Teilnehmer in deren Experimenten ein wiederholtes Training unterliefen. Dadurch wird die Bindung zum fraglichen Gut verringert; der Teilnehmer wird zum professionellen Händler, bei dem schon nach den Befürwortern eines „endowment“-Effekts kein solcher Effekt auftritt; s. unten Teil 3, bei Fn. 1137 f. Außerdem haben die Teilnehmer dann mehrfach über die Vor- und Nachteile des Handels nachgedacht, was das mentale Modell verändert. Wie schwerwiegend die Einwände von *Plott* und *Zeiler* gegen die Forschung zum „endowment“-Effekt sind, ist eine offene Frage, die im Fachdiskurs zwischen Ökonomen und Psychologen zu lösen ist und auf die hier nur hingewiesen werden kann; s. a. *Johnson/Häubl/Keinan*, J. Experim. Psych.: Learning, Memory, and Cognition 33 (2007), 461, 462.

¹¹³⁵ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1229, 1235 ff. (2003); *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 4, 7 (2002); *Rachlinski/Jourden*, 51 Vand. L. Rev. 1541, 1557 (1998).

¹¹³⁶ *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 659 f. (1998). Besonders ausgeprägt ist der „endowment“-Effekt bei Lottoscheinen, s. *Bar-Hillel/Neter*, J. Person. & Soc. Psych. 70 (1996), 17.

¹¹³⁷ *Kahneman*, Organ. Beh. & Human Dec. Proc. 51 (1992), 296, 301; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1325, 1328; *Tversky/Kahneman*, Quart. J. Econ. 106 (1991), 1039, 1055; *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 27 f. (2002).

heblicher Handelserfahrung der „endowment“-Effekt verschwindet.¹¹³⁸ Allerdings können auch bei Gütern, die ein bloßes Handelsobjekt darstellen, „endowment“-Effekte auftreten. Dies ist der Fall, wenn der Wert des Guts besonders unsicher ist.¹¹³⁹ So lässt sich zeigen, dass Eigentümer von Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten „endowment“-Effekte aufweisen.¹¹⁴⁰

(d) „Endowment“-Effekt bei dispositivem Vertragsrecht. Zwar wurden die „endowment“-Experimente nach Untersuchungen von Kaffeetassen, Schokoriegeln und Stiften¹¹⁴¹ zunehmend auf andere Arten körperlicher Gegenstände ausgeweitet.¹¹⁴² Im vorliegenden Zusammenhang ist aber von besonderem Interesse, ob „endowment“-Effekte nicht nur bei Sachen, sondern auch bei Rechten – insbesondere bei Standard-Regelungen des dispositiven Vertragsrechts – auftreten können. Dies erscheint fraglich, da eine Vertragspartei von einem vertraglichen Recht nur in Beziehung zu einem Vertragspartner Gebrauch machen kann. Damit scheinen sich die psychologischen Beziehungen zwischen einem Menschen und einem Recht von den Beziehungen zwischen einem Menschen und einem körperlichen Gegenstand grundlegend zu unterscheiden.¹¹⁴³

Russell Korobkin ging dieser Frage in einer experimentellen Untersuchung nach. In dem Experiment wurde U.S.-amerikanischen Jura-Studenten aufgegeben, als Anwalt für ein Frachtunternehmen einen Frachtvertrag auszuhandeln. Bei der Vertragsgestaltung bestanden zwei mögliche Ausgestaltungen von Haftungsklauseln (Klausel „1“ und „2“). Klauselmöglichkeit 1 fiel zugunsten des Mandanten, Klauselmöglichkeit 2 zugunsten der gegnerischen Vertragspartei

¹¹³⁸ *List*, *Quart. J. Econ.* 118 (2003), 41, 42 f., 70 f.; *List*, *Econometrica* 72 (2004), 615; *Schwartz/Scott*, 113 *Yale L.J.* 541, 596 f. Fn. 113 (2004); *DellaVigna*, *J. Econ. Lit.* 47 (2009), 315, 328; skeptisch der Überblick in *Horowitz/McConnell*, *J. Env. Econ. & Mgmt.* 44 (2002), 426, 440 ff.

¹¹³⁹ *Dijk/Knippenberg*, *J. Econ. Psych.* 17 (1996), 517.

¹¹⁴⁰ *Samuelson/Zeckhauser*, *J. Risk. & Uncert.* 1 (1988), 7; s. a. *Korobkin*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 1227, 1237 (2003); skeptisch *Rachlinski/Jourden*, 51 *Vand. L. Rev.* 1541, 1556 (1998). Damit hängen Erkenntnisse aus dem Bereich der „behavioral finance“ zusammen, wonach Anteilseigner Gewinne oftmals allzu schnell realisieren, während sie Verluste zu lange aussitzen; zu diesem Dispositionseffekt s. oben Teil 2, Fn. 74. Diese Untersuchungen können nicht vorbehaltlos auf die Konstellation angewendet werden, um die es im vorliegenden Zusammenhang geht. Dort geht es um die Frage, ob Anteilseigner an einer Aktie „endowment“-Effekte entwickeln können. Hier geht es um die Frage, ob Anteilseigner an einer dispositiven Standard-Regelung des Gesetzgebers, die den Wert der Aktie beeinflussen kann, „endowment“-Effekte entwickeln können.

¹¹⁴¹ *Kahneman/Knetsch/Thaler*, *J. Pol. Econ.* 98 (1990), 1325; *Kahneman/Knetsch/Thaler*, *J. Econ. Persp.* 5 (1) (1991), 193.

¹¹⁴² S. dazu die Nachweise in *Rachlinski/Jourden*, 51 *Vand. L. Rev.* 1541, 1552 (1998); *Korobkin*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 1227, 1235 f. (2003).

¹¹⁴³ *Korobkin*, 83 *Cornell L. Rev.* 608, 631 f. (1998); *Korobkin*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 1227, 1270 (2003).

aus. Den Studenten wurde mitgeteilt, welche ungefähren Kosten unter beiden möglichen Haftungsklauseln auf den Mandanten zukommen würden.¹¹⁴⁴

Im Experiment wurden die Studenten in zwei Gruppen aufgeteilt. Der einen Gruppe wurde mitgeteilt, dass Haftungsklausel 1 die gesetzliche Standard-Regelung sei. Diese Studenten wurden gefragt, zu welchem Preis sie bereit seien, Klausel 1 vertraglich abzubedingen und stattdessen Klausel 2 in den Vertrag aufzunehmen. Der anderen Gruppe der Studenten wurde mitgeteilt, Klausel 2 sei die gesetzliche Standard-Regelung. Diesen Studenten wurde die umgekehrte Frage gestellt.¹¹⁴⁵

Die herkömmliche rechtsökonomische Analyse auf der Grundlage des rationaltheoretischen Verhaltensmodells sagt in einem solchen Fall vorher, dass die Klauseln 1 und 2 von beiden Gruppen im Ergebnis mit gleicher Häufigkeit gewählt werden. Das war im Experiment nicht der Fall. Tatsächlich war die WTA¹¹⁴⁶ hinsichtlich der vertraglichen Abbedingung der jeweiligen Standard-Regelung gegenüber der WTP bei beiden Gruppen deutlich erhöht. Wie bei den anderen Experimenten zum „endowment“-Effekt verlangten die Studenten also für ein Herausoptieren aus einer bestimmten Klausel einen höheren Preis, als sie für das Hineinoptieren in dieselbe Klausel zu zahlen bereit waren.¹¹⁴⁷ Im Vergleich zu den Vorhersagen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells führte der „endowment“-Effekt zu einer Reduzierung der Anzahl von Vertragsschlüssen um 40 % beziehungsweise – in einer anderen Untersuchung – um 50 %.¹¹⁴⁸ Damit hat *Korobkin* gezeigt, dass „endowment“-Effekte auch an vom Gesetzgeber gesetzten, dispositiven Standard-Regelungen auftreten können.¹¹⁴⁹

In einer weiteren Untersuchung kam *Cass Sunstein* zu einem ähnlichen Ergebnis. Er bat Jura-Studenten an der University of Chicago, sich gedanklich in

¹¹⁴⁴ *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 638 ff. (1998).

¹¹⁴⁵ *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 679 ff. (1998). Dabei wurden die Studenten instruiert, sie sollten sich nur auf die Rechtslage beziehen, wie sie in dem Experiment mitgeteilt wurde. Sonstige Kenntnisse über die tatsächlich geltende Rechtslage sollten nicht berücksichtigt werden. Durch entsprechende Kontrollfragen konnte sichergestellt werden, dass Kenntnisse über die geltende Rechtslage die experimentellen Ergebnisse nicht beeinflussen, s. *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 635 f. (1998). Allgemein zu Einwänden gegen die experimentelle Methode in diesem Fall *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 661 ff. (1998).

¹¹⁴⁶ Zu dieser Abkürzung s. oben Teil 3, bei Fn. 1107.

¹¹⁴⁷ In einer Untersuchung lag die WTA bei 6,96 \$, die WTP bei 4,46 \$; s. *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 639 (1998). In der anderen Untersuchung lag die WTA bei 302.000 \$, die WTP bei 78.000 \$; s. *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 643 (1998).

¹¹⁴⁸ *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 640 f., 644 (1998).

¹¹⁴⁹ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1271 (2003). Zu beachten sind aber die gegenläufigen Ergebnisse von *Sloof/Oosterbeek/Sonnemans*, J. Inst. & Theor. Econ. 163 (2007), 5, mit überzeugender methodischer Kritik von *Tor*, J. Inst. & Theor. Econ. 163 (2007), 26. Eine interessante Erweiterung der herkömmlichen ökonomischen Vertragstheorie, die auf verhaltenswissenschaftlich verstandenen „entitlements“ an vertraglich eingeräumten Rechten aufbaut, findet sich in *Hart/Moore*, Quart. J. Econ. 103 (2008), 1.

Vertragsverhandlungen über den Eintritt in eine Anwaltskanzlei zu versetzen. Die Anwaltskanzlei bietet als Einstiegsgehalt 120.000 \$. Staatlich wird eine bestimmte Anzahl von Urlaubstagen pro Jahr festgelegt. Die Urlaubsdauer kann aber vertraglich modifiziert werden. Der ersten Gruppe der Studenten teilte *Sunstein* mit, dass den Berufsanfängern aufgrund der dispositiven Standard-Regelung mindestens zwei Wochen Urlaub zustünden. Sie könnten aber – gegen entsprechenden Gehaltsverzicht – zwei weitere Wochen Urlaub erhalten. Der zweiten Gruppe der Studenten teilte *Sunstein* mit, den Berufsanfängern stünden aufgrund der dispositiven Standard-Regelung grundsätzlich vier Wochen Urlaub zu. Die Regel erlaube ihnen aber, gegen eine entsprechende Gehaltsverbesserung auf zwei Wochen Urlaub verzichten.¹¹⁵⁰

Die herkömmliche rechtsökonomische Analyse auf der Grundlage des rationaltheoretischen Verhaltensmodells sagt in einem solchen Fall vorher, dass beide Studentengruppen im Durchschnitt zwei Wochen Urlaub mit dem gleichen Geldwert bemessen, und zwar unabhängig davon, ob sie sich zwei zusätzliche Wochen Urlaub erkaufen oder ob sie auf zwei Wochen Urlaub verzichten können. Doch auch in diesem Experiment zeigte sich ein „endowment“-Effekt. Die Studenten der ersten Gruppe zeigten eine WTP von 6.000 \$, während die Studenten der zweiten Gruppe eine WTA von 13.000 \$ zeigten.¹¹⁵¹ Die Studenten verlangten also für einen Verzicht auf zwei Urlaubswochen eine deutlich höhere monetäre Entschädigung, als sie für den Erwerb zweier zusätzlicher Urlaubswochen zu zahlen bereit waren. Auch dieses Experiment zeigt, dass dispositive Standard-Regelungen „endowment“-Effekte auslösen können.¹¹⁵²

Die Befunde von *Korobkin* und *Sunstein* sind im vorliegenden Zusammenhang von unmittelbarer Relevanz. Wenn dispositive Standard-Regelungen einem „endowment“-Effekt unterliegen, fällt es Vertragspartnern, zu deren Gunsten die Standard-Regelung besteht, schwerer, aus dieser Regelung heraus zu optieren. Die Vorhersage des *Coase*-Theorems, wonach die ursprüngliche Zuweisung der dispositiven Standard-Regelung für die endgültige Güterallokation irrelevant ist, solange keine Transaktionskosten existieren, trifft dann nicht mehr zu. Vielmehr trägt der „endowment“-Effekt dazu bei, dass vertragliche Standard-Regelungen in der Realität selten abbedungen werden. Selbst wenn

¹¹⁵⁰ *Sunstein*, 77 N.Y.U. L. Rev. 106, 113 (2002).

¹¹⁵¹ *Sunstein*, 77 N.Y.U. L. Rev. 106, 113 (2002).

¹¹⁵² Bei der Zuweisung von Verfügungsrechten zeigt sich allerdings, dass der „endowment“-Effekt verschwindet, wenn das Verfügungsrecht nicht durch eine „property rule“, sondern nur durch eine „liability rule“ im Sinne von *Calabresi/Melamed*, 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972), geschützt wird, s. *Rachlinski/Jourden*, 51 Vand. L. Rev. 1541, 1559 ff. (1998); *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 220 ff. (2006); *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1283 ff. (2003). Die Umwandlung einer „property rule“ zu einer „liability rule“ kann daher als „debiasing“-Mechanismus verstanden werden; s. dazu *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 221 (2006), deren immaterialgüterrechtliches Beispiel aber nicht überzeugen kann. Zum Konzept der „property“ und „liability rules“ s. oben Teil 3, Fn. 585.

die Transaktionskosten gering sind, wird die ursprüngliche Zuweisung einer Standard-Regelung aufgrund des „endowment“-Effekts oftmals die endgültige Zuweisung sein.¹¹⁵³ Aus der Abhängigkeit des „endowment“-Effekts von der Sicherheit der Bewertung des Guts¹¹⁵⁴ kann weiter geschlossen werden, dass die Bedeutung von Standard-Regelungen um so größer ist, je größer die Unsicherheiten über die Auswirkungen einer vertraglichen Abbedingung der Standard-Regelung sind.¹¹⁵⁵

Damit liefert der „endowment“-Effekt eine sozialwissenschaftlich belastbare sowie theoretisch und experimentell überprüfbare Grundlage für die Aussage von *Gregor Bachmann*, dass „angesichts der natürlichen Trägheit der Rechtsgenossen das Eingreifen des dispositiven Rechts oft die Regel darstellt“.¹¹⁵⁶ Der „endowment“-Effekt zeigt, dass der Unterschied zwischen dispositivem und zwingendem Recht nicht so groß ist, wie die herkömmliche rechtsökonomische Analyse dies annimmt. Durch den „endowment“-Effekt kann dispositives Vertragsrecht in vielen Fällen ebenfalls zu einem faktisch zwingend wirkendem Vertragsrecht werden.¹¹⁵⁷

(e) „*Endowment*“-Effekt bei dispositivem Gesellschaftsrecht. Bevor aus diesen Untersuchungen Rückschlüsse für die Ausgestaltung optionalen Vertragsrechts im Übernahmerecht gezogen werden können, ist zu betonen, dass die Experimente zum „endowment“-Effekt regelmäßig mit Individuen durchgeführt wurden. In gesellschaftsrechtlichen Zusammenhängen treten Unternehmen als handelnde Akteure auf.

Damit ist fraglich, ob die experimentellen Befunde zum „endowment“-Effekt auch für die Beantwortung der Frage verwendet werden kann, welche Auswirkungen dispositive Standard-Regelungen hinsichtlich eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung gegen Übernahmeangebote haben. Es ist zu untersuchen, ob auch Unternehmen einem „endowment“-Effekt unterliegen können.¹¹⁵⁸ Gegen die Existenz von „endowment“-Effekten spricht, dass Unternehmen den Nutzen für ihre Anteilseigner maximieren sollen.¹¹⁵⁹ Es geht um Ressourcen des Unternehmens im Sinne eines Handelsobjekts. Bei Handelsobjekten ist üblicherweise kein „endowment“-Effekt zu beobach-

¹¹⁵³ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1257 (2003).

¹¹⁵⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1139.

¹¹⁵⁵ *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 660 (1998).

¹¹⁵⁶ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 14.

¹¹⁵⁷ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1273 (2003); *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 665 (1998); s. a. *Hertig/McCabery* in: Ferrarini/Wymeersch (Hrsg.), S. 119, 130 f.

¹¹⁵⁸ Die Tatsache, dass die Experimente regelmäßig mit Studenten durchgeführt wurden, hindert dagegen nicht die Übertragbarkeit der Ergebnisse auf das Verhalten professioneller Unternehmer. Zu diesem allgemeinen Problem der externen Validität s. schon die Nachweise in Teil 3, Fn. 395.

¹¹⁵⁹ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)bb)(3), S. 164.

ten.¹¹⁶⁰ Andererseits werden auch in Unternehmen Entscheidungen von Individuen getroffen. Es ist nicht ersichtlich, warum bei diesen Individuen kein „endowment“-Effekt auftreten soll.¹¹⁶¹

Welche Bedeutung der „endowment“-Effekt bei unternehmerischen Entscheidungen hat, lässt sich nur experimentell oder empirisch ermitteln.¹¹⁶² *Jennifer Arlen, Matthew Spitzer* und *Eric Talley* untersuchten experimentell, ob „endowment“-Effekte auch innerhalb von Prinzipal-Agenten-Beziehungen in Unternehmen auftreten können.¹¹⁶³ In dem Experiment erklärten sie den Teilnehmern, diese seien bei einem Unternehmen mit einem Vertrag mit leistungsabhängiger Vergütung angestellt. Die eine Gruppe der Teilnehmer wurde instruiert, sie persönlich besäßen ein Gut,¹¹⁶⁴ das ein potentieller Produktionsfaktor für das Unternehmen sei. Sie könnten das Gut an das Unternehmen verkaufen. Dadurch würde der Unternehmensgewinn steigen. Aufgrund der leistungsabhängigen Komponente im Arbeitsvertrag würde dadurch mittelbar auch ihre eigene Vergütung steigen. Die andere Gruppe der Teilnehmer wurde instruiert, das Unternehmen besitze ein Gut, das ein potentieller Produktionsfaktor für das Unternehmen sei. Die Teilnehmer könnten das Gut vom Unternehmen kaufen, wodurch der Unternehmensgewinn – und mittelbar auch ihre eigene leistungsabhängige Vergütung – sinke.¹¹⁶⁵ Durch die Variation der leistungsabhängigen Komponente konnte die WTA und WTP der Teilnehmer für das Gut experimentell ermittelt werden.¹¹⁶⁶

In diesem Experiment, das „endowment“-Experimente auf die Prinzipal-Agenten-Beziehung in einem Unternehmen überträgt, fanden *Arlen, Spitzer* und *Talley*, dass kein statistisch signifikanter¹¹⁶⁷ „endowment“-Effekt auftrat.¹¹⁶⁸ Die Autoren erklären dies dadurch, dass sich Menschen in einem geschäftlichen Umfeld auf den Wert von Gütern als Handelsobjekte konzentrieren, wodurch der „endowment“-Effekt verschwindet.¹¹⁶⁹ Daher warnen

¹¹⁶⁰ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1137; s. *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1241 (2003).

¹¹⁶¹ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1241 (2003); *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 664 (1998). Zu den Problemen dieser Argumentation s. unten Teil 4, A.I.4, S. 320.

¹¹⁶² *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1241 (2003).

¹¹⁶³ *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1 (2002).

¹¹⁶⁴ Zwecks Vergleichbarkeit mit früheren „endowment“-Experimenten wurden wiederum Kaffeetassen gewählt, *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 12 Fn. 40 (2002).

¹¹⁶⁵ *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 11, 16 f. (2002).

¹¹⁶⁶ Dazu genauer *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 17 f. (2002).

¹¹⁶⁷ Im Experiment betrug die durchschnittliche WTP 2,95 \$, die durchschnittliche WTA 3,08 \$, bei einem p-Wert von 0,806, was auf ein statistisch nicht signifikantes Ergebnis hinweist. Zur Aussage des p-Werts s. oben Teil 3, Fn. 388.

¹¹⁶⁸ *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 11, 18 ff. (2002). Damit mag die Organisationsstruktur des Unternehmens als „debiasing“-Mechanismus wirken, *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 33 (2002); *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 223 f. (2006). Allgemein zum „debiasing“ durch Recht *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199 (2006).

¹¹⁶⁹ *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 5, 27 ff. (2002).

Arlen, Spitzer und *Talley* vor einer leichtfertigen Übertragung der Erkenntnisse allgemeiner „endowment“-Experimente auf gesellschaftsrechtliche Fragestellungen.¹¹⁷⁰

Aus methodischer Sicht kann gegen das Experiment von *Arlen, Spitzer* und *Talley* einiges eingewandt werden. Aufgrund zahlreicher Unterschiede zu realen Entscheidungssituationen in Unternehmen¹¹⁷¹ ist fraglich, ob aus dem Experiment allgemeine Aussagen über „endowment“-Effekte in Unternehmen abgeleitet werden können.¹¹⁷² Im vorliegenden Zusammenhang ist aber vordringlich auf eine inhaltliche Beschränkung des Experiments hinzuweisen. *Arlen, Spitzer* und *Talley* gehen der Frage nach, ob in unternehmerischen Prinzipal-Agenten-Beziehungen der Agent „endowment“-Effekten unterliegen kann.¹¹⁷³ Damit mag das Experiment zwar etwas über „endowment“-Effekte von Mitgliedern der Unternehmensleitung als Agenten der Anteilseigner aussagen.¹¹⁷⁴ Jedoch trifft das Experiment keine Aussage zu der Frage, ob der Prinzipal – also der Anteilseigner – selbst einem „endowment“-Effekt unterliegt oder nicht.¹¹⁷⁵

Im vorliegenden Zusammenhang geht es um die Frage, ob der Gesetzgeber durch die unterschiedliche Setzung einer dispositiven Standard-Regelung hinsichtlich eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung beein-

¹¹⁷⁰ *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 5 f. (2002).

¹¹⁷¹ Im Experiment war den Teilnehmern der Wert des zu handelnden Guts im Voraus bekannt. Auch außerhalb von Prinzipal-Agenten-Beziehungen ist experimentell nachgewiesen, dass bei Handelsgütern, deren Tauschwert bekannt ist, keine „endowment“-Effekte auftreten (s. oben Teil 3, bei Fn. 1137). Wie oben erwähnt (bei Teil 3, Fn. 1136), wächst der „endowment“-Effekt mit zunehmender Unsicherheit über die Bewertung des Guts an. In realen unternehmerischen Entscheidungen wird die Bewertung einer handelbaren Position oftmals unklar sein. Über eine solche Situation trifft das Experiment von *Arlen, Spitzer* und *Talley* keine Aussage; s. *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1279 f. (2003); *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 223 Fn. 19 (2006). Auch führten die Entscheidungen der Teilnehmer im Experiment immer zu unmittelbaren finanziellen Auswirkungen für sie selbst. Dies ist in der Realität nicht immer der Fall. Schließlich ist zu beachten, dass die Autoren – im Anschluss an frühere Experimente – im Experiment Kaffeetassen verwendeten, die dann als potentielle Produktionsfaktoren für das Unternehmen dargestellt wurden; s. *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 12, 16, 33 Fn. 82 (2002).

¹¹⁷² *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1241 Fn. 76 (2003).

¹¹⁷³ *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 6 (2002).

¹¹⁷⁴ Auf die Kritik von *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1280 f. (2003), und die gegenteiligen Ergebnisse von *Coates/Subramanian*, 53 Stan. L. Rev. 307, 362 ff. (2000), sei nur hingewiesen. Insgesamt ist die Bedeutung von „endowment“-Effekten in Gesellschaften noch nicht umfassend erforscht. Allerdings gibt es mehrere Untersuchungen zur Bedeutung der Verlustaversion, die mit dem „endowment“-Effekt verwandt ist, in Gesellschaften; s. *Fiegenbaum/Thomas*, Acad. Mgmt. J. 31 (1988), 85; *Wehrung*, Annals Op. Res. 19 (1989), 115; s. a. *McGuire/Kiesler/Siegel*, J. Person. & Soc. Psych. 52 (1987), 917; *Kahneman/Lovallo*, Mgmt. Sci. 39 (1993), 17; *Sutter*, Econ. Letters 97 (2007), 128; *Kameda/Davis*, Organ. Beh. & Human Dec. Proc. 46 (1990), 55; *Engel*, Behaviour of Corporate Actors m.w.N.

¹¹⁷⁵ Dazu allgemein *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1281 f. (2003).

flussen kann, wie häufig Anteilseigner aus dieser Regelung heraus beziehungsweise in sie hinein optieren. Da die Entscheidung über diese Frage in den Händen der Anteilseigner liegt, ist vorliegend nur von Interesse, ob Anteilseigner einem „endowment“-Effekt hinsichtlich dispositiver Standard-Regelungen unterliegen können. Dazu trifft das Experiment von *Arlen, Spitzer* und *Talley* keine Aussage.

Es sind keine Anhaltspunkte ersichtlich, dass die allgemein beobachteten „endowment“-Effekte, die bei dispositiven vertraglichen Standard-Regelungen beobachtet werden,¹¹⁷⁶ nicht auch bei Anteilseignern hinsichtlich Standard-Regelungen für eigenmächtige Abwehrmaßnahmen auftreten können. Damit ist die Schlussfolgerung aus den Experimenten zum „endowment“-Effekt, dass dispositives Recht in vielen Fällen zu einem faktisch zwingend wirkendem Recht werden kann,¹¹⁷⁷ auch im vorliegenden Zusammenhang grundsätzlich von Relevanz. Allerdings mag die Bedeutung des „endowment“-Effekts bei privaten Anlegern größer sein als bei professionellen und institutionellen Anlegern.

Die verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomische Analyse des „endowment“-Effekts ist noch im Fluss und von manchen methodischen Problemen geplagt.¹¹⁷⁸ Dies wirft die grundsätzliche Frage auf, wie robust eine Analyse im Schnittfeld von Ökonomie und Psychologie sein muss, um einen Beitrag zu einer rechtsökonomisch fundierten Rechtsetzungslehre des Privatrechts leisten zu können.¹¹⁷⁹ Angesichts der breiten und vielfältigen Untersuchungen zum „endowment“-Effekt erscheint es dennoch angemessen, den Effekt als eines von mehreren Kriterien zu berücksichtigen, wenn es um die optimale Ausgestaltung optionaler Standard-Regelungen geht.¹¹⁸⁰

(9) *Ausblick: Rückwirkungen auf das Investitionsverhalten*

Die bisher dargestellte rechtsökonomische Analyse dispositiven Vertragsrechts hat sich der Frage gewidmet, wie sich Anleger und Unternehmensleitung verhalten, nachdem der Gesetzgeber eine bestimmte dispositive Standard-Regelung geschaffen hat. Der Analyse liegt ein statisches Modell zugrunde. Anleger haben zuerst in die Gesellschaft investiert und beteiligen sich dann an der Willensbildung der Gesellschaft durch Teilnahme an der Hauptversammlung.¹¹⁸¹ Eine solche *ex-post*-Analyse stellt sich die Frage, wie eine Gesellschaft mit ge-

¹¹⁷⁶ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc)(8)(d), S. 234.

¹¹⁷⁷ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1157.

¹¹⁷⁸ Dazu auch unten Teil 4, A.III.1, S. 322.

¹¹⁷⁹ Dazu allgemein unten Teil 4, bei Fn. 126 f.

¹¹⁸⁰ Ähnlich *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1190, 1194 f. (2003), die auf S. 1190 von der „toolbox of the libertarian paternalist“ sprechen; ebenso *Thaler/Sunstein*, Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 93 (2003), 175, 178.

¹¹⁸¹ Zu den unterschiedlichen Möglichkeiten der Partizipation s. *Hirschman*.

gebener Unternehmensleitung und gegebenen Anteilseignern auf unterschiedliche dispositive Standard-Regelungen reagiert.

Bei einer solchen Analyse bleibt die Frage ausgeblendet, ob die Reaktionen von Unternehmensleitung und Anteilseignern auf die Standard-Regelung von potentiellen Anlegern antizipiert werden und diese bei ihrer Entscheidung beeinflusst, ob sie in die Gesellschaft investieren sollen oder nicht. Eine solche *ex ante*-Analyse fragt also, ob die unterschiedliche Ausgestaltung dispositiver Standard-Regelungen Auswirkungen auf das Investitionsverhalten von Anlegern hat. Wäre dies der Fall, müsste dieser dynamische Aspekt bei der Ausgestaltung der Standard-Regelung mit beachtet werden.

Es ist hier nicht der Ort, eine vollständige *ex ante*-Analyse der dynamischen Rückwirkungsdispositiven Gesellschaftsrechtsauf Investitionsentscheidungen zu entwickeln. Dazu wären umfangreiche Vorarbeiten erforderlich. Jedoch soll im folgenden Ausblick aufgezeigt werden, mit welchem Instrumentarium eine solche Analyse vorgenommen werden kann. Die aus der Finanzmathematik stammende Optionstheorie verspricht, dynamische Aspekte optionaler Rechtsetzung erfassen zu können.

Die Grundlagen der Optionstheorie wurden Anfang der 1970er Jahre von *Fischer Black*, *Myron Scholes* und *Robert Merton* gelegt. *Scholes* und *Merton* erhielten 1997 für diese Arbeiten den Nobelpreis in Wirtschaftswissenschaften.¹¹⁸² Die Optionstheorie beschäftigt sich mit der theoretisch fundierten Bestimmung des Preises von Optionen.¹¹⁸³ Es geht um die theoretische Abbildung risikobehafteter Entscheidungen, bei denen sich erst im Zeitverlauf herausstellt, ob und in welchem Umfang sich ein bestimmtes Risiko realisiert.

Die klassische Optionstheorie beschäftigt sich mit der Bewertung von Finanzierungsentscheidungen. Sie hat erheblichen Einfluss auf moderne Kapitalmärkte gehabt, da sie es Marktteilnehmern erlaubt, finanzielle Risiken umzuverteilen.¹¹⁸⁴ 1977 wies *Stewart Myers* darauf hin, dass nicht nur Finanzierungsentscheidungen, also Fragen der *Mittelbeschaffung*, als Option betrachtet werden können. Auch der Handlungsspielraum bei Investitionsentscheidungen,

¹¹⁸² *Black/Scholes*, J. Polit. Econ. 81 (1973), 637; *Merton*, Bell J. Econ. & Mgmt. Sci. 4 (1973), 1.

¹¹⁸³ Optionen sind das Recht, ein nach Preis oder Menge bestimmtes Vertragsangebot zu einem bestimmten Zeitpunkt anzunehmen oder abzulehnen; s. dazu Gabler Wirtschaftslexikon, Eintrag zu „Option“. Einführungen in die Optionstheorie finden sich in *Brealey/Myers/Allen*, S. 539 ff.; s. a. *Klock*, 55 Ala. L. Rev. 63 (2003).

¹¹⁸⁴ Grundlegend *Ross*, Quart. J. Econ. 90 (1976), 75, der zeigt, dass hinreichend viele Optionsmärkte zu einer *Pareto*-effizienten Risikoallokation führen. Zur Bedeutung der Optionstheorie vgl. nur die Einschätzung von *Ayres*, S. 1: „... the advances in option theory certainly count as some of the most important and pragmatic developments in economic thought in the last twenty-eight years ... The *Black-Scholes* formula for pricing options ... is as close as economics has ever come to producing a formula with the authority of the equation $E=mc^2$.“ Zur Anwendung der Optionstheorie auf insolvenzrechtliche Fragestellungen s. *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung, S. 102 ff.

also Fragen der Mittelverwendung, kann als Option betrachtet werden. Myers begründete damit die Theorie der Realoptionen.¹¹⁸⁵

Die Theorie der Realoptionen überträgt die Grundlagen der Optionstheorie auf die Bewertung von Investitionsentscheidungen. Heute ist die Theorie der Realoptionen zur Bewertung von Investitionsentscheidungen im Geschäftsleben weit verbreitet. Sie ermöglicht es, Investitionsentscheidungen korrekt zu bewerten und in der Investitionsplanung zu berücksichtigen.¹¹⁸⁶ Bevor die Theorie der Realoptionen entwickelt war, wurden Investitionsentscheidungen regelmäßig unter Zugrundelegung einer einfachen Diskontmethode bewertet. Ein Beispiel mag dies erläutern. Ein Unternehmen muss im Zeitpunkt t_0 entscheiden, ob es eine bestimmte Investition treffen will. Ob sich diese Investition lohnt, wird sich erst im Zeitpunkt t_1 herausstellen. Das Unternehmen wird sich daher im Zeitpunkt t_0 überlegen, welchen voraussichtlichen Nutzen die Investition im Zeitpunkt t_1 haben wird. Diesen zukünftigen Nutzen wird es auf den heutigen Zeitpunkt t_0 abdiskontieren¹¹⁸⁷ und mit den im Zeitpunkt t_0 anfallenden Kosten vergleichen. Aufgrund des sich daraus ergebenden Netto-Gegenwartswerts („net present value“) bestimmt das Unternehmen, ob sich die Investition aus heutiger Sicht (t_0) lohnt.¹¹⁸⁸

Diese Methode zur Bewertung von Investitionsentscheidungen ist problematisch. Sie muss von einem einzigen Zukunftsszenario ausgehen. Um den Netto-Gegenwartswert der Investition zu bestimmen, muss das Unternehmen im Zeitpunkt t_0 dasjenige Szenario auswählen, dessen Eintritt im Zeitpunkt t_1 es für am wahrscheinlichsten hält. Wenn sich das geschäftliche Umfeld zwischen t_0 und t_1 verändert, kann die Diskontmethode dies bei der Investitionsentscheidung im Zeitpunkt t_0 nicht adäquat berücksichtigen. Die Unsicherheit der zukünftigen Geschäftsentwicklung aus Sicht von t_0 kann nur durch eine Veränderung der Diskontrate oder der Kapitalkosten abgebildet werden.¹¹⁸⁹ Die Theorie der Realoptionen ermöglicht es, zukünftige Veränderungen der Geschäftsentwicklungen bei der Investitionsentscheidung im Zeitpunkt t_0 korrekt zu bewerten und zu berücksichtigen.

¹¹⁸⁵ Myers, J. Fin. Econ. 5 (1977), 147. Eine Einführung in die Theorie der Realoptionen findet sich in *Brealey/Myers/Allen*, S. 596 ff.; *Dixit/Pindyck*.

¹¹⁸⁶ Während im juristischen Sprachgebrauch ein Optionsrecht das Recht einer Person darstellt, durch einseitige Erklärung einen neuen Vertrag herbeizuführen oder einen bestehenden Vertrag inhaltlich zu modifizieren (dazu s. *Casper*, S. 7 m.w.N.), versteht die Realoptionstheorie unter einer Realoption das Recht, eine bestimmte Geschäftsentscheidung – regelmäßig eine Investitionsentscheidung – zu treffen; s. nur *Huang*, 34 Ga. L. Rev. 571, 593 (2000).

¹¹⁸⁷ Allgemein dazu oben Teil 3, bei Fn. 164 ff., und *Pindyck/Rubinfeld*, S. 560 ff.; *Brealey/Myers/Allen*, S. 16 ff.

¹¹⁸⁸ *Dixit/Pindyck*, S.4 ff.; *Grundfest/Huang*, 58 Stan. L. Rev. 1267, 1272 f. (2006).

¹¹⁸⁹ *Grundfest/Huang*, 58 Stan. L. Rev. 1267, 1272 f. (2006). Allgemein zur Bedeutung der Diskontrate im ökonomischen Standardmodell s. oben Teil 3, bei Fn. 164 ff.

Seit einigen Jahren beschäftigt sich die ökonomische Analyse des Rechts mit der Frage, ob die Theorie der Realoptionen auch bei rechtlichen Fragestellungen hilfreich sein kann. Das Interesse an der Theorie der Realoptionen ist vergleichsweise spät entstanden,¹¹⁹⁰ die Literatur ist noch relativ spärlich gesät.¹¹⁹¹ Es kann im vorliegenden Rahmen nicht darum gehen, eine vollständige Analyse übernahmerechtlicher Optionsmodelle unter dem Blickwinkel der Theorie der Realoptionen zu entwickeln. Dies würde zunächst eine allgemeine Analyse vertraglicher Optionsmodelle mit Hilfe der Theorie der Realoptionen und danach eine Anwendung auf die übernahmerechtliche Problemstellung erfordern. Beides sind größere selbständige Forschungsprojekte, die eine enge Kooperation zwischen Ökonomen und Juristen voraussetzen. Jedoch soll in den folgenden Zeilen skizziert werden, in welche Richtung sich ein solches Forschungsprojekt bewegen könnte.

Mit Hilfe der Theorie der Realoptionen kann untersucht werden, welche Anreize potentielle Anleger haben, um in ein Unternehmen zu investieren.¹¹⁹² Dabei ist von folgender zeitlicher Entwicklung auszugehen: Im Zeitpunkt t_0 entscheiden sich potentielle Anleger, ob sie Anteile eines Unternehmens kaufen wollen. Dabei hat der Gesetzgeber ein bestimmtes Modell hinsichtlich eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung als dispositive Standard-Regelung vorgesehen. Im Zeitpunkt t_1 erhalten die Anleger neue Informationen über potentielle Übernahmeangebote, die Unternehmensleitung oder

¹¹⁹⁰ *Klock*, 55 Ala. L. Rev. 63, 66 (2003), führt die verspätete Rezeption der Optionstheorie im rechtsökonomischen Diskurs darauf zurück, dass die meisten an der Rechtsökonomie interessierenden Wissenschaftler einen mikroökonomischen Hintergrund haben und die aus der Finanzmathematik stammende Optionstheorie nicht in deren Blickfeld stand.

¹¹⁹¹ Zum Gesellschaftsrecht s. *Stout*, 75 S. Cal. L. Rev. 1189 (2002); *Blair/Stout*, 79 Wash. U.L.Q. 403 (2001); *Huang*, 34 Ga. L. Rev. 571 (2000); *Gilson/Black*, S. 231 ff. Zum Vertragsrecht s. *Mahoney*, 24 J. Legal Stud. 139 (1995); *Avraham/Liu*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 523; *Katz*, 90 Va. L. Rev. 2187 (2004); *Scott/Triantis*, 104 Colum. L. Rev. 1428 (2004); *Geis*, 90 Minn. L. Rev. 1664 (2006). Zur Analyse von Rechtsstreitigkeiten s. *Grundfest/Huang*, 58 Stan. L. Rev. 1267 (2006); *Huang*, Rev. Litig. 23 (2004), 47; *Cornell*, 19 J. Legal Stud. 173 (1990). Zum Insolvenzrecht s. *Baird/Morrison*, J. L. Econ. & Organ. 17 (2001), 356; s. a. *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung, S. 102 ff. Zur Rechtsetzung durch den Gesetzgeber s. *Parisi/Fon/Ghei*, Eur. J. L. & Econ. 18 (2004), 131. Zum Kartellrecht s. *Ghosh*, 68 Antitrust L.J. 111 (2001). Zum Patentrecht s. *Hausman/Leonard*, J. Econ. Surv. 20 (2006), 493; *Hausman/Leonard/Sidak*, 22 Berkeley Tech. L.J. 825 (2007); *Kharabi*, 11 Stan. J.L. Bus. & Fin. 201 (2006). Übergreifend das umfassende Werk von *Ayres* mit kritischer Rezension in *Ben-Shabar*, J. Econ. Lit. 44 (2006), 444; s. weiterhin *Klock*, 55 Ala. L. Rev. 63 (2003); *Bar-Gill*, Rev. L. & Econ. 1 (2005), 203. Die von *Calabresi/Melamed*, 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972) identifizierten „liability rules“ können mit der Brille der Optionstheorie als „call“-Optionen analysiert werden; „property rules“ sind dann nur Spezialfälle von „liability rules“, die Gegenüberstellung von *Calabresi* und *Melamed* bricht zusammen; s. dazu nur *Ayres*, S. 5, und unten Teil 3, Fn. 585. Zum Konzept der „property“ und „liability rules“ s. oben Teil 3, Fn. 1197. Soweit ersichtlich, fehlt eine Analyse von Widerrufsrechten im Verbraucherschutzrecht unter dem Blickwinkel der Optionstheorie; sehr kurz dazu *Bar-Gill*, Rev. L. & Econ. 1 (2005), 203, 231.

¹¹⁹² *Gilson/Black*, S. 231; *Bar-Gill*, Rev. L. & Econ. 1 (2005), 203, 204.

die allgemeine geschäftliche Entwicklung. Daraufhin entscheiden sie sich im Zeitpunkt t_2 , ob sie die Standard-Regelung abbedingen und eine andere Regelung hinsichtlich eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen wählen sollen oder nicht. Im Zeitpunkt t_3 erfolgt das Übernahmeangebot.

Die Diskontmethode¹¹⁹³ blendet aus, dass das Unternehmen zwischen t_0 und t_1 auf unerwartete Veränderungen des Geschäftsumfeldes reagieren kann.¹¹⁹⁴ Die Realloptionstheorie löst dieses Problem, indem sie die Anpassungsfähigkeit des Unternehmens aufgrund neuer Information zwischen t_0 und t_1 in das Modell zur Bewertung zukünftiger Investitionsentscheidungen selbst integriert.¹¹⁹⁵ Realloptionen werden damit für die Vertragsparteien zum Instrument für ein vorbeugendes Risikomanagement.

Mit Hilfe der Theorie der Realloptionen kann untersucht werden, wie ein rational handelnder Anleger im Zeitpunkt t_0 die unterschiedlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten dispositiver Standard-Regelungen hinsichtlich eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen bewertet, auch wenn zu diesem Zeitpunkt nicht alle Informationen über die zukünftige geschäftliche Entwicklung des Unternehmens vorliegen und der Anleger erst im Zeitpunkt t_2 die Standard-Regelung abbedingen kann.¹¹⁹⁶ Die Theorie der Realloptionen lenkt damit das Interesse auf die *ex-ante*-Auswirkungen gesetzlicher Optionsmodelle.¹¹⁹⁷ Es geht um die Frage, wie die unterschiedliche Setzung einer dispositiven Standard-Regelung im Zeitpunkt t_0 die Investitionsentscheidungen der Anleger beeinflusst. Als ei-

¹¹⁹³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1187 f.

¹¹⁹⁴ *Dixit/Pindyck*, S. 6 f.; *Grundfest/Huang*, 58 Stan. L. Rev. 1267, 1273 (2006); *Ayres*, S. 3.

¹¹⁹⁵ *Grundfest/Huang*, 58 Stan. L. Rev. 1267, 1273 (2006); *Klock*, 55 Ala. L. Rev. 63, 71 (2003); *Kharabi*, 11 Stan. J.L. Bus. & Fin. 201, 213 (2006).

¹¹⁹⁶ Damit wird nicht jede gesetzgeberische Standard-Regelung als Realloption definiert. Es geht nur um Rechtsnormen, die eine Standard-Regelung im Zeitpunkt t_0 setzen und nach neuer Information im Zeitpunkt t_1 der Partei ein Wahlrecht im Zeitpunkt t_2 einräumen.

¹¹⁹⁷ Damit ist das Anliegen der Analyse übernahmerechtlicher Optionsmodelle mit dem Instrumentarium der Theorie der Realloptionen vergleichbar mit dem Anliegen *Lucian Bebchuk*, die Ausgestaltung von Verfügungsrechten im Sinne von „property“ und „liability rules“, wie sie *Calabresi/Melamed*, 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972) entwickelten, aus einer *ex-ante*-Perspektive zu beleuchten. *Calabresi* und *Melamed* beschäftigen sich in ihrem grundlegenden Beitrag mit der Frage, welche Wohlfahrtsauswirkungen die unterschiedliche Ausgestaltung von Verfügungsrechten bei gegebener Investitionsentscheidung und positiven Transaktionskosten hat; s. dazu oben Teil 3, Fn. 585. Da die Investitionsentscheidungen der Parteien als gegeben vorausgesetzt werden, bezeichnet *Bebchuk* diesen Ansatz als *ex-post*-Analyse. *Bebchuk* widmet sich der Frage, welche Auswirkungen die unterschiedliche Ausgestaltung von Verfügungsrechten bei positiven Transaktionskosten auf Investitionsentscheidungen hat, die getroffen werden, bevor Handlung mit externen Effekten stattfindet, zu deren Bewältigung das Verfügungsrecht benötigt wird. Diese *ex-ante*-Analyse kann die Wohlfahrtsanalyse von „property rules“ und „liability rules“ verändern, s. *Bebchuk*, 100 Mich. L. Rev. 601, 602 ff. (2001). Das gleiche Anliegen verfolgt die Anwendung der Theorie der Realloptionen auf gesetzliche Optionsmodelle. S. zum Ganzen auch *Ayres; Bar-Gill*, Rev. L. & Econ. 1 (2005), 203, 204 f., 221 ff.; *Fennell*, 118 Harv. L. Rev. 1399 (2005).

nes der Instrumente zur Analyse strategischen Verhaltens¹¹⁹⁸ kann die Theorie der Realoptionen bei der Beantwortung der Frage helfen, welche Anreizwirkungen die Setzung einer bestimmten dispositiven Standard-Regelung hat und wie sich dadurch das Verhalten von Anlegern verändert. Damit verwirklicht sich mit der Realoptionstheorie eines der grundlegenden Anliegen der rechtsökonomischen Analyse in Bezug auf gesetzliche Optionsmodelle: die Untersuchung der Anreizwirkungen gesetzlicher Regelungen.¹¹⁹⁹

Eine ausgereifte Theorie gesetzlicher Optionsmodelle auf der Grundlage der Theorie der Realoptionen muss bei einer solchen Analyse nicht stehen bleiben. Sie kann beispielsweise die Annahmen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells lockern und sich überlegen, welche Anreizwirkungen gesetzliche Standard-Regelungen entfalten, wenn Menschen bestimmten systematischen Verhaltensabweichungen unterliegen. Dies kann die Wohlfahrtsanalyse entscheidend verändern. Auch dazu gibt es in der U.S.-amerikanischen rechtsökonomischen Literatur schon Pionierarbeiten, auf die im vorliegenden Zusammenhang nur hingewiesen werden kann.¹²⁰⁰

(10) Empirische Validierung

Nach diesem Ausflug in eine mögliche rechtsökonomische Weiterentwicklung der Theorie optionaler Rechtsetzung sei abschließend festgehalten, dass die ökonomische Analyse des Rechts einen ganzen Strauß an unterschiedlichen Theorien bereitstellt, welche die Funktionen dispositiven Vertragsrechts ausloten. Sind die Erklärungen der unterschiedlichen Theorien auch in sich konsistent, so überschneiden und widersprechen sie sich doch teilweise. Welche der dargestellten Theorien die Funktionen dispositiven Vertragsrechts in der Wirklichkeit am besten beschreibt, lässt sich nur durch eine empirische Validierung der Theorien überprüfen.

Dies ist naturgemäß schwierig. Diesbezüglich steht die rechtsökonomische Forschung erst ganz am Anfang. Dennoch existieren schon Untersuchungen, die empirisch analysieren, welche Auswirkungen die unterschiedliche Ausgestaltung dispositiven Vertragsrechts im Gesellschaftsrecht hat. Mit Hilfe solcher Untersuchungen können die dargestellten Theorien auf ihre externe Validität überprüft werden.

In einer Studie untersucht *Yair Listokin* die Auswirkungen unterschiedlicher „anti-takeover statutes“¹²⁰¹ U.S.-amerikanischer Bundesstaaten auf das Verhalten von Gesellschaften.¹²⁰² In diesen Gesetzen finden sich fünf Gruppen

¹¹⁹⁸ *Gilson/Black*, S. 231.

¹¹⁹⁹ Dazu allgemein oben Teil 2, bei Fn. 64.

¹²⁰⁰ Grundlegend *Bar-Gill*, *Rev. L. & Econ.* 1 (2005), 203.

¹²⁰¹ Allgemein zu den „anti-takeover statutes“ s. oben Teil 3, bei Fn. 631 ff.

¹²⁰² *Listokin*, *J. Emp. Legal Stud.* 6 (2009), 279. Eine ähnliche Untersuchung findet sich in *Coninck*.

von Maßnahmen („fair price/supermajority statutes“, „business combination statutes“, „control share acquisition statutes“, „constituency statutes“ und „control share cash-out statutes“),¹²⁰³ die eine feindliche Übernahme von Gesellschaften erschweren.¹²⁰⁴ Während die „anti-takeover statutes“ einiger Bundesstaaten diese Maßnahmen als zwingenden Regelungen ausgestaltet haben, sind sie in den meisten Bundesstaaten dispositiv ausgestaltet.

Im vorliegenden Zusammenhang ist nur die letztgenannte Gruppe von Bundesstaaten von Interesse. In den meisten dieser Bundesstaaten sind die „anti-takeover statutes“ als „opt out“-Regelungen ausgestaltet. Das Gesetz sieht also eine oder mehrere der genannten Maßnahmen als dispositive Standard-Regelung vor. Jedoch können die Gesellschaften aus der Standard-Regelung heraus optieren und damit eine Übernahme erleichtern. Dagegen sind die „anti-takeover statutes“ in Georgia und Tennessee als „opt in“-Regelungen ausgestaltet. Dort sieht das Gesetz also im Grundsatz keine Hindernisse gegen feindliche Übernahmen vor. Allerdings können die Gesellschaften in solche Hindernisse hinein optieren.¹²⁰⁵

Damit bieten „anti-takeover statutes“ U.S.-amerikanischer Bundesstaaten eine ideale Variationsbreite, um die Auswirkungen unterschiedlicher Ausgestaltungen dispositiven Vertragsrechts empirisch zu untersuchen. Ähnlich den Experimenten zum „endowment“-Effekt¹²⁰⁶ untersucht *Listokin* anhand eines umfangreichen Datensatzes,¹²⁰⁷ ob die unterschiedliche Ausgestaltung von Standard-Regelungen in dispositiven „anti-takeover statutes“ Auswirkungen auf die Häufigkeit hat, mit der Gesellschaften aus den Regelungen heraus- beziehungsweise in sie hinein optieren. Dadurch kann *Listokin* untersuchen, ob die Hypothesen, welche die dargestellten rechtsökonomischen Theorien zu den Funktionen dispositiven Vertragsrechts entwickelt haben, mit dem empirisch beobachtbaren Verhalten von Gesellschaften übereinstimmen.¹²⁰⁸

Listokin konzentriert sich auf die Analyse von „fair price/supermajority statutes“, „business combination statutes“ und „control share acquisition statutes“,¹²⁰⁹ die sich in 27, 32 beziehungsweise 26 Bundesstaaten der USA finden.¹²¹⁰ Besonders ergiebig ist die Untersuchung der „fair price/supermajority

¹²⁰³ Zu diesen Maßnahmen im Einzelnen s. die Aufzählung oben Teil 3, bei Fn. 635 ff.

¹²⁰⁴ Zu diesen Gruppen im Einzelnen s. oben Teil 3, bei Fn. 635 ff.

¹²⁰⁵ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 283.

¹²⁰⁶ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc)(8)(c), S. 226.

¹²⁰⁷ Eine Beschreibung des Datensatzes findet sich in *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 292 ff.

¹²⁰⁸ Zu den Hypothesen aufgrund der dargestellten Theorien s. *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 288 ff.

¹²⁰⁹ Zu diesen Begriffen s. oben Teil 3, bei Fn. 635 ff.

¹²¹⁰ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 285 ff.

statutes“.¹²¹¹ In den „anti-takeover statutes“ des Bundesstaates Georgia ist eine „fair price/supermajority statute“ als „opt in“-Möglichkeit vorgesehen. 50 % der Gesellschaften, die in diesem Staat inkorporiert sind, optieren in die „fair price/supermajority statute“ hinein. In anderen Bundesstaaten ist eine „fair price/supermajority statute“ als dispositive Standard-Regelung – also als „opt out“-Möglichkeit – vorgesehen. In diesen Bundesstaaten bleiben mehr als 97 % der dort inkorporierten Gesellschaften bei der Standard-Regel und optieren nicht aus dieser heraus.¹²¹² Einige Bundesstaaten kennen überhaupt keine „fair price/supermajority statute“ in ihrer „anti-takeover statute“. In diesen Bundesstaaten nehmen nur 20 % der dort inkorporierten Gesellschaften eine Regelung, die einer „fair price/supermajority statute“ entspricht, in ihre „charter of incorporation“ auf.

Aufgrund der Größe des Datensatzes und mit Hilfe statistischer Methoden kann *Listokin* sicherstellen, dass die beobachteten Unterschiede nicht auf unterschiedlichen Unternehmenscharakteristika beruhen, sondern tatsächlich auf die Unterschiede in der gesetzlichen Ausgestaltung des Übernahmerechts zurück zu führen sind.¹²¹³ Damit kann *Listokin* zeigen, dass die unterschiedliche Ausgestaltung dispositiven Vertragsrechts unmittelbare Auswirkungen auf das Verhalten von Gesellschaften hat. Die Trivialitätshypothese von *Bernard Black*, nach der dispositives Gesellschaftsrecht angesichts niedriger Transaktionskosten trivial ist,¹²¹⁴ trifft in der Realität nicht zu.¹²¹⁵ So optieren Gesellschaften mit einer deutlich höheren Häufigkeit für eine Regelung, wenn sie vom Gesetzgeber als „opt in“-Regelung angeboten wird, als wenn sie von der Gesellschaft selbständig ohne gesetzgeberische Hilfe in die Unternehmensverfassung aufgenommen werden muss.¹²¹⁶

Die Unterschiede zwischen den „opt in“- und den „opt out“-Bundesstaaten zeigen weiterhin, dass die Funktion dispositiven Vertragsrechts nicht nur in einer Senkung von Transaktionskosten liegen kann.¹²¹⁷ Da die Kosten des Herausoptierens aus einer Standard-Regelung und des Hineinoptierens in eine Standard-Regelung vergleichbar sind, müsste nach dieser Theorie die Häufigkeit des Heraus- und Hineinoptierens vergleichbar sein. Das ist nicht der Fall.¹²¹⁸ Dies bedeutet allerdings nicht, dass die Ausgestaltung dispositiven Vertragsrechts nicht zu einer Senkung von Transaktionskosten beitragen kann.

¹²¹¹ Eine umfassende Zusammenstellung der empirischen Ergebnisse findet sich in den Tabellen in *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 294, 297.

¹²¹² *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 284, 295.

¹²¹³ S. nur *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 295 ff.

¹²¹⁴ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(4), S. 206.

¹²¹⁵ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 303 f., 307.

¹²¹⁶ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 300 ff.

¹²¹⁷ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(2), S. 205.

¹²¹⁸ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 305.

Dafür findet *Listokin* vielfältige Anhaltspunkte.¹²¹⁹ Die Senkung von Transaktionskosten zeigt nur nicht die ganze Funktionsbreite dispositiven Vertragsrechts auf.

Zwar ist die Analyse von *Listokin* nicht in allen Teilen für eine europäische Diskussion hilfreich. So zeigt *Listokin*, dass sich das unterschiedliche Verhalten von Gesellschaften unter verschiedenen „anti-takeover statutes“ auf ein Prinzipal-Agenten-Problem zurückführen lässt, das ein spezifisches Phänomen des U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrechts ist und sich so nicht in Deutschland findet.¹²²⁰ Dennoch ist die Untersuchung im vorliegenden Zusammenhang hilfreich. Sie zeigt, dass die Ausgestaltung gesetzlicher Standard-Regeln im Gesellschaftsrecht keinesfalls „trivial“ im Sinne von *Bernard Black* ist, sondern umfangreiche Auswirkungen auf das tatsächliche Verhalten von Gesellschaften hat.¹²²¹ Auch weist *Listokin* nach, dass dispositive Standard-Regeln in der gesellschaftsrechtlichen Wirklichkeit der USA Transaktionskosten senken und Netzwerkeffekte hervorrufen können.¹²²²

dd) Ausgestaltung optionaler Regelungen im Übernahmerecht

Überblickt man die dargestellten Theorien der rechtsökonomischen Analyse zu den Funktionen dispositiven Vertragsrechts, zeigt sich zweierlei. Erstens wird klar, dass Aussagen des rechtsdogmatischen Diskurses, dispositive Regelungen sollten den typischen Parteiwillen widerspiegeln,¹²²³ zu kurz greifen. Die rechtsökonomische Analyse zeigt vielfältige Funktionen dispositiven Vertragsrechts auf. Die Ausrichtung dispositiven Vertragsrechts an den Interessen der typischen Vertragsparteien ist nur eine unter vielen Ausgestaltungsmöglichkeiten.

Zweitens wird klar, dass die rechtsökonomische Analyse dispositiven Vertragsrechts ein unübersichtliches Bild ergibt. Verschiedene Erklärungsansätze überlappen und widersprechen sich teilweise. Dennoch lassen sich allgemeine Grundlinien identifizieren, die für eine Rechtsetzungslehre optionalen Vertragsrechts hilfreich sein können. Es geht um die Frage, ob aus der positiven Beschreibung der Funktionen dispositiven Vertragsrechts ein normatives Pro-

¹²¹⁹ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 305.

¹²²⁰ Ein Herausoptieren aus einer Standard-Regelung ist regelmäßig durch eine Änderung der „bylaws“ möglich. In vielen Bundesstaaten können die „bylaws“ durch das „board of directors“ eigenständig geändert werden. Fallen Standard-Regelungen in „anti-takeover statutes“ zugunsten des „board of directors“ aus, werden diese aus der Regelung nicht herausoptieren. Je nach Bundesstaat kann die Aktionärsversammlung das „board of directors“ nicht dazu zwingen; s. oben Teil 3, bei Fn. 1025. Damit erklärt *Listokin* seinen Befund, dass Gesellschaften aus Standard-Regelungen seltener herausoptieren, wenn diese Regelungen im Interesse der Unternehmensleitung ausgestaltet sind; s. *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 305. In eine ähnliche Richtung geht die Untersuchung von *Coninck*. Dieser Befund ist auf das deutsche Gesellschaftsrecht nicht übertragbar.

¹²²¹ *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 307.

¹²²² *Listokin*, J. Emp. Legal Stud. 6 (2009), 279, 307 f.

¹²²³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 407.

gramm für die Ausgestaltung optionaler Standard-Regelungen hinsichtlich eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen entwickelt werden kann.

Dabei lassen sich zwei Ansätze erkennen.¹²²⁴ Nach dem ersten Ansatz sollten dispositive Standard-Regelungen gegen eigenmächtige Abwehrmaßnahmen so ausgestaltet werden, dass sie dem Interesse der Mehrheit der Vertragsparteien entsprechen (unten Teil 3, D.II.2.c)dd)(1), S. 249). Nach dem zweiten Ansatz sollten Standard-Regelungen so ausgestaltet werden, dass sie dem Interesse einer Minderheit der Vertragsparteien entsprechen (unten Teil 3, D.II.2.c)dd)(2), S. 251. In beiden Fällen ist problematisch, wie der Gesetzgeber das Interesse einer Gruppe von Vertragsparteien identifizieren soll (unten Teil 3, D.II.2.c)dd)(3), S. 252). Schließlich können Aussagen zur inhaltlichen Ausgestaltung und Breite optionaler Standard-Regelungen getroffen werden (unten Teil 3, D.II.2.c)dd)(4), S. 256). Führt man diese Einsichten zusammen, ergibt sich ein differenziertes Bild optionaler Rechtsetzung (unten Teil 3, D.II.2.c)dd)(5), S. 258).

(1) Standard-Regelung im Interesse der Mehrheit

Nach einem Ansatz sollten optionale Standard-Regelungen so ausgestaltet werden, wie dies dem Interesse der Mehrheit aller potentiellen Vertragsparteien entspricht. Dies lässt sich mit drei der dargestellten Theorien zu den Funktionen dispositiven Vertragsrechts begründen.¹²²⁵

Die Ausrichtung am Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien lässt sich erstens damit begründen, dass optionale Standard-Regelungen Transaktionskosten senken.¹²²⁶ Die Regelungen sollten daher das hypothetische Verhandlungsergebnis simulieren, das Vertragsparteien erreichen würden, wenn sie nicht durch Transaktionskosten daran gehindert würden (so genannte „hypothetical bargain defaults“).¹²²⁷ Optionale Standard-Regelungen sollen die aggregierten Transaktionskosten aller Vertragsparteien minimieren. Dies wird

¹²²⁴ Im Folgenden werden nur Ansätze dargestellt, die für das europäische und deutsche Gesellschaftsrecht von Bedeutung sind. *Bebchuk/Hamdani*, 96 Nw. U.L. Rev. 489 (2002), entwickeln beispielsweise eine Theorie der „reversible defaults“, die maßgeblich darauf beruht, dass in den Gesellschaftsrechtssystemen der U.S.-amerikanischen Bundesstaaten Initiativen zur Änderungen der „articles of incorporation“ regelmäßig nur vom „board of directors“ und nicht von der Aktionärsversammlung ausgehen können; dazu oben Teil 3, bei Fn. 1025. Dies ist in Deutschland nicht der Fall, s. oben Teil 3, Fn. 576.

¹²²⁵ Eine vierte Theorie, die auf der Signalisierungswirkung des Herausoptierens beruht, wird hier nur angedeutet; s. oben Teil 3, Fn. 1068 und genauer *Ben-Shabar/Pottow*, 33 Fla. St. U.L. Rev. 651 (2006). Zu den Wechselwirkungen von Standard-Regelungen im Interesse der Mehrheit und dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot s. *Ruffner*, S. 260 ff.

¹²²⁶ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc)(2), S. 205.

¹²²⁷ *Easterbrook/Fischel*, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1445 (1989); *Easterbrook/Fischel*, S. 15, 34 f., 250; s. a. *Maultzsch*, AcP 207 (2007), 530, 547. *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 90 Fn. 19 (1989), weisen zu Recht darauf hin, dass die Analyse von *Calabresi* und *Melamed* hinsichtlich „property rules“ und „liability rules“ in eine ähnliche Richtung geht, s. *Calabresi/Melamed*, 85 Harv. L. Rev. 1089, 1093 ff. (1972). Zum Konzept der „property“ und „liability rules“ s. oben Teil 3, Fn. 585.

nur erreicht, wenn jene Regelung zur Standard-Regelung erhoben wird, die im Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien liegt. Dadurch kann die größte Anzahl von Vertragsparteien von der kostensparenden Standard-Regelung profitieren.¹²²⁸ Dabei ist die optionale Standard-Regelung danach auszurichten, auf welche Regelung sich die Mehrheit aller Vertragsparteien hypothetisch einigen würden (so genannte „majoritarian defaults“).¹²²⁹

Die Ausrichtung am Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien lässt sich zweitens mit dem Modell von *Klausner* zu Netzwerkeffekten begründen. Optionale Standard-Regelungen können Vertragsparteien Brennpunkte in Koordinationsspielen zur Verfügung stellen. Sie ermöglichen den Vertragsparteien verschiedener Gesellschaften, Koordinationsprobleme zu lösen und dadurch von Netzwerkeffekten zu profitieren.¹²³⁰ Der Nutzen einer Standard-Regelung wird für alle Vertragspartner maximiert, wenn möglichst viele Vertragspartner an diesen Netzwerkeffekten teilhaben können. Damit ergibt sich aus dem Modell von *Klausner* die normative Forderung, optionale Standard-Regelungen sollten so ausgestaltet werden, dass sie im Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien liegen.

Die Ausrichtung optionaler Standard-Regelungen am Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien lässt sich drittens mit den Untersuchungen zu den Wirkungen dispositiven Vertragsrechts aus einer verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Perspektive rechtfertigen.¹²³¹ Die Untersuchungen zum „endowment“-Effekt zeigen, dass Marktteilnehmer seltener aus einer Standard-Regelung heraus optieren, als das rationaltheoretische Verhaltensmodell dies vorhersagt. Standard-Regelungen sind dann nicht nur Ausgangspunkt für einen Gütertausch, der – im Einklang mit dem *Coase*-Theorem – zu einer effizienten Güterallokation führt. Standard-Regelungen legen in solchen Fällen die endgültige Güterallokation schon selbst fest. Optionales Vertragsrecht wirkt dann in vielen Fällen faktisch wie zwingendes Vertragsrecht. Daher kann es sinnvoll sein, die Standard-Regelung so auszugestalten, dass sie im Interesse

¹²²⁸ *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 768 f. (1995); *Ayres*, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1405 (1992); *Schwartz*, 3 S. Cal. Interdisc. L.J. 389, 399 ff. (1993); *Kraakman u.a.*, S. 30; *Unberath/Czipuka*, AcP 209 (2009), 37, 48 ff. Auf zwei Einwände sei hingewiesen. Erstens betonen *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 115 f. (1989), dass ein Abstellen auf den hypothetischen Willen der Mehrheit aller Vertragsparteien nicht logischerweise zu einer Wohlfahrtsmaximierung führen muss. Dies liegt daran, dass die Häufigkeit, mit der Vertragsparteien eine Standard-Regel abbedingen, von der Regel selbst abhängt. Neben diesem Endogenitäts-Problem kann die Orientierung gesetzlicher Standard-Regelungen am Interesse der Mehrheit aller hypothetischen Vertragsparteien zweitens kritisiert werden, weil dabei Fairness- und Umverteilungsaspekte nicht hinreichend beachtet; s. dazu *Ruffner*, S. 336.

¹²²⁹ Zur Frage, welches Wohlfahrtskriterium (*Pareto* oder *Kaldor-Hicks*) dabei angelegt werden kann, s. *Unberath/Czipuka*, AcP 209 (2009), 37, 51 ff.

¹²³⁰ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(5), S. 207.

¹²³¹ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(8), S. 223.

einer möglichst großen Anzahl von Vertragsparteien liegt und daher möglichst selten abbedungen werden muss.¹²³²

(2) *Standard-Regelung im Interesse einer Minderheit*

Eine Rechtsetzungslehre optionalen Vertragsrechts kann bei einer solchen Analyse nicht stehen bleiben und ausschließlich auf das hypothetische Interesse der Mehrheit aller Vertragspartner als Richtschnur für dispositive Standard-Regelungen abstellen.¹²³³ Es kann auch sinnvoll sein, eine Standard-Regelung so auszugestalten, dass sie dem hypothetischen Willen einer Minderheit aller Vertragsparteien entspricht.¹²³⁴

Dies lässt sich einerseits mit der Heterogenität der Vertragsparteien begründen.¹²³⁵ Sind für eine bestimmte Gruppe von Vertragsparteien die Transaktionskosten für ein Herausoptieren aus einer Standard-Regelung höher als für eine andere Gruppe, kann es sinnvoll sein, die Standard-Regelung an den Interessen der Gruppe mit höheren Transaktionskosten auszurichten. Dies kann selbst dann der Fall sein, wenn diese Gruppe eine Minderheit aller Vertragsparteien darstellt. Das Ziel der Standard-Regelung soll ja die Minimierung der aggregierten Transaktionskosten aller Vertragsparteien sein. Damit führt eine Analyse optionaler Standard-Regelungen aus Sicht der Transaktionskostentheorie nicht notwendigerweise zu einer Ausgestaltung der Standard-Regelung entsprechend den Interessen der Mehrheit aller Vertragsparteien. Daneben kann sich aus der besonderen Schutzwürdigkeit einer Minderheit aller Vertragsparteien ergeben, dass die Standard-Regelung in deren Interesse ausgestaltet werden sollte. Dies kann selbst dann gelten, wenn die Transaktionskosten für ein Herausoptieren für diese Gruppe von Vertragsparteien gering sind.

Die Ausrichtung am Interesse einer Minderheit aller Vertragsparteien kann sich andererseits aus dem Modell der „penalty defaults“ von *Ayres* und *Gertner* ergeben. Bestehen zwischen Vertragsparteien Informationsasymmetrien und sind Verträge unvollständig, kann die informierte Vertragspartei dies strategisch ausnutzen. Dies kann zu Wohlfahrtsverlusten führen.¹²³⁶ In einem solchen Fall sollte der Gesetzgeber eine dispositive Standard-Regelung wählen, welche die Mehrheit aller Vertragsparteien bei vollständiger Information nicht gewählt hätten. Vielmehr sollte die Standard-Regelung so ausgestaltet werden,

¹²³² *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 666 ff. (1998); *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1272 (2003); s. a. *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1194 (2003); *Camerer u. a.*, 151 U. Penn. L. Rev. 1211, 1226 (2003).

¹²³³ So aber beispielsweise *Brox/Walker*, Rdnr. 36.

¹²³⁴ Auch kann es aus Verteilungsgesichtspunkten sinnvoll sein, vom hypothetischen Interesse der Mehrheit aller Vertragspartner abzuweichen, wenn die Verhandlungsmacht zwischen den Parteien eines Vertrags ungleich verteilt ist, s. *Ben-Shabar*, 109 Colum. L. Rev. 396 (2009).

¹²³⁵ Zu diesem Problem in anderem Zusammenhang s. unten Teil 3, E, S. 265.

¹²³⁶ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(7)(a), S. 215.

dass sie den Interessen der uninformierten Vertragsparteien entspricht.¹²³⁷ Sind diese in der Minderheit aller Vertragsparteien, sollte die Standard-Regelung an den Interessen dieser Minderheit ausgerichtet werden.¹²³⁸

(3) *Bestimmung des Interesses von Mehrheit und Minderheit*

Es lassen sich gute Argumente sowohl für den Ansatz, optionale Standard-Regelungen sollten am Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien ausgerichtet werden, als auch für den entgegengesetzten Ansatz erkennen. Um Standard-Regelungen am Interesse einer bestimmten Gruppe von Vertragsparteien auszurichten, muss der Gesetzgeber dieses Interesse tatsächlich bestimmen können. Diesbezüglich steht der Gesetzgeber regelmäßig vor einem Informationsproblem.

Der Ansatz, der eine Ausgestaltung optionaler Standard-Regelungen am Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien fordert, schlägt regelmäßig eine einfache Lösung vor. Danach soll zur Bestimmung des hypothetischen Willens der Mehrheit aller Vertragsparteien auf die tatsächlich beobachtbare Vertragspraxis zurückgegriffen werden, soweit diese vorhanden ist. Wenn sich eine Vertragsklausel in der Praxis durchgesetzt habe, spreche einiges dafür, dass sie auch aus einer Wohlfahrtsperspektive eine gute Regel sei und im Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien liege. Sie könne daher als Vorbild einer gesetzlichen Standard-Regelung herangezogen werden.¹²³⁹

Eine solche Vorgehensweise entspricht zwar der Tendenz der rechtsökonomischen Analyse in „common law“-Systemen, vorgefundene Geschäfts- und Gerichtspraktiken aus evolutorischen Gründen als effizient anzusehen.¹²⁴⁰ Allerdings ist die Vorgehensweise unter zwei Aspekten angreifbar. So geht die Vorgehensweise von vollkommener Konkurrenz auf den betroffenen Eigenkapital-, Fremdkapital-, Arbeits- und Gütermärkten aus.¹²⁴¹ Wie oben dargelegt wurde, können Netzwerkeffekte dazu führen, dass sich am Markt eine bestimmte Satzungsklausel durchsetzt.¹²⁴² Dies muss nicht notwendigerweise die beste oder effizienteste Klausel sein. Positive Rückkoppelungen können auch inferioren Satzungsklauseln zu breiter Akzeptanz verhelfen.¹²⁴³ Andere Arten von Marktversagen können zu ähnlichen Effekten führen. Daher ist es problematisch, bei der Auswahl einer gesetzlichen Standard-Regelung auf eine tat-

¹²³⁷ Das daraus resultierende Verhalten der informierten Vertragspartei führt dann zu einem Trennungsgleichgewicht; dazu oben Teil 3, bei Fn. 1062 ff.

¹²³⁸ Ayres, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1397 (1992); *Bebchuk/Shavell*, J. L. Econ. & Organ. 7 (1991), 284.

¹²³⁹ *Easterbrook/Fischel*, S. 34, 252.

¹²⁴⁰ Zu dieser Debatte *Posner*, S. 249 ff.; *Rubin*, 6 J. Legal Stud. 51 (1977); *Priest*, 6 J. Legal Stud. 65 (1977).

¹²⁴¹ Allgemein zum Konzept vollkommener Konkurrenz s. oben Teil 2, C.III.3, S. 29.

¹²⁴² Dazu oben Teil 3, bei Fn. 991 ff.

¹²⁴³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 996.

sächlich beobachtete Vertragspraxis zurück zu greifen.¹²⁴⁴ In welchem Umfang ein solcher Rückgriff erfolgen sollte, hängt von vielen Faktoren ab. Bei Netzwerkeffekten sind unter anderem die Größe des Netzwerkeffekts, die Heterogenität der Präferenzen der Marktteilnehmer und die Existenz alternativer Brennpunkte entscheidend.¹²⁴⁵

Die Vorgehensweise, zur Bestimmung des Interesses bestimmter Gruppen von Vertragsparteien auf die tatsächlich beobachtete Vertragspraxis zurück zu greifen, ist noch unter einem zweiten Aspekt problematisch. Wenn man aus einer positiv beobachteten Vertragspraxis auf die normativ gewünschte Ausgestaltung optionaler Standard-Regelungen zurückschließt, setzt dies voraus, dass die Vertragspraxis nicht durch unterschiedlich gesetzte Standard-Regelungen verändert wird. Es geht wiederum um die Endogenität von Präferenzen, auf die schon im Zusammenhang mit dem Widerrufsrecht¹²⁴⁶ und dem „endowment“-Effekt¹²⁴⁷ eingegangen wurde. Unter verschiedenen Standard-Regelungen mögen sich Vertragsparteien auf unterschiedliche Vertragsklauseln einigen. Wegen dieser Wechselbeziehung zwischen Rechtsetzung des Gesetzgebers und tatsächlicher Vertragspraxis kann aus der bloßen empirischen Beobachtung, wie sich eine bestimmte Gruppe von Vertragsparteien verhält, nicht notwendigerweise auf die optimale Ausgestaltung der gesetzgeberischen Standard-Regelung geschlossen werden.¹²⁴⁸ Eine normative Begründung, warum eine Standard-Regelung in einer bestimmten Weise gesetzt werden sollte, ist weiterhin notwendig.¹²⁴⁹

Berücksichtigt man diese Endogenität von Präferenzen, ist zu untersuchen, welche Aufgabe dem Gesetzgeber in einem solchen Umfeld zukommen sollte. Sind Präferenzen von Marktteilnehmern nicht klar, nicht stabil oder nicht geordnet, kommt der Gesetzgeber nicht umhin, zumindest durch optionale Standard-Regelungen solche Präferenzen zu formen.¹²⁵⁰ Der Gesetzgeber interveniert also nicht nur bei Marktversagen im klassischen Sinne.¹²⁵¹ Er greift auch ein, um Marktteilnehmer bei der Konstruktion ihrer Präferenzen zu unterstüt-

¹²⁴⁴ *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 830 (1995).

¹²⁴⁵ *Genauer Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 830 (1995).

¹²⁴⁶ Dazu oben Teil 3, C.II.2.c), S. 107.

¹²⁴⁷ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(8), S. 223.

¹²⁴⁸ *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 666 ff., 669 f. (1998). Als Ausweg plädiert *Korobkin* für genau zugeschnittene Standard-Regeln („tailored defaults“), bei denen der „endowment“-Effekt weniger stark auftreten soll, s. *Korobkin*, 83 Cornell L. Rev. 608, 672 f. (1998). Weniger kritisch *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1194 (2003); *Thaler/Sunstein*, Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 93 (2003), 175, 178.

¹²⁴⁹ Zur Frage, welche Auswirkungen dies auf die normative ökonomische Analyse des Rechts hat, s. unten Teil 4, bei Fn. 34 ff.

¹²⁵⁰ Allgemein zum Begriff der Präferenzen s. oben Teil 2, C.II.1, S. 20. Beim „endowment“-Effekt erfolgt die Formung der Präferenzen über die Setzung eines Referenzpunkts durch den Gesetzgeber; dazu oben Teil 3, bei Fn. 1127 ff.

¹²⁵¹ Zum Begriff des Marktversagens s. oben Teil 2, C.III.3, S. 29.

zen.¹²⁵² Dabei soll die Präferenzbildung und damit die Entscheidung der Marktteilnehmer in eine Richtung gelenkt werden, die die individuelle Wohlfahrt der Marktteilnehmer verbessert.¹²⁵³

Eine solche Gesetzgebung hat paternalistische Züge. Auch wenn man paternalistischen Interventionen skeptisch gegenüber steht, muss man anerkennen, dass angesichts der Endogenität von Präferenzen eine solche Intervention unvermeidbar ist.¹²⁵⁴ Weiterhin ist zu beachten, dass dem Gesetzgeber mit optionalem Vertragsrecht ein flexibles Instrumentarium zur Verfügung steht, um negative Auswirkungen der gesetzgeberischen Intervention zu minimieren.¹²⁵⁵ Wenn der Gesetzgeber eine dispositive Standard-Regelung setzt, beeinflusst er damit zwar die Präferenzen der Marktteilnehmer. Haben bestimmte Marktteilnehmer jedoch eine ausgeprägte Präferenz gegen die gesetzte Standard-Regelung, steht es ihnen frei, aus ihr heraus zu optieren. Solange die Kosten des Herausoptierens gering sind, liegt damit nur eine sehr schwache Form paternalistischer Gesetzgebung vor.¹²⁵⁶ Optionale Regelsetzung führt zu keinem Zwang, da den Marktteilnehmern keine Regelung unausweichlich aufgezwungen wird.¹²⁵⁷ Ein solches Regulierungskonzept bezeichnen *Cass Sunstein* und *Richard Thaler* als „libertären Paternalismus“, da die Marktteilnehmer immer die Möglichkeit haben, aus der gesetzgeberischen Regelung heraus zu optieren.¹²⁵⁸ Optionale Standard-Regelungen im Vertragsrecht sind ein Anwen-

¹²⁵² *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1161 f. (2003); *Bar-Gill/Fershtman*, J. L. Econ. & Organ. 20 (2004), 331; *Bar-Gill/Fershtman*, J. Pub. Econ. Theory 7 (2005), 841. Zu den Problemen dieses Ansatzes s. unten Teil 4, A.III.2, S. 327.

¹²⁵³ *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1162 (2003); *Thaler/Sunstein*, Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 93 (2003), 175, 177; *Camerer u.a.*, 151 U. Penn. L. Rev. 1211, 1221 (2003); s. a. *van Aaken* in: *Anderheiden u.a.* (Hrsg.), S. 110, 125.

¹²⁵⁴ *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1182 f. (2003); *Thaler/Sunstein*, Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 93 (2003), 175; *Sunstein*, 77 N.Y.U. L. Rev. 106, 111 (2002). Eine paternalistische Gesetzgebung wäre nur vermeidbar, wenn der Gesetzgeber auf jegliche Rechtsetzung verzichten würde. Dann wären die Vertragsparteien gezwungen, sich in jedem Einzelfall aktiv und selbständig für eine angemessene Regelung zu entscheiden. Im Übernahmerecht steht eine vollständige Passivität des Gesetzgebers nicht zur Debatte. Zur Frage, ob eine solche Passivität nicht selbst wieder ein Akt paternalistischer Gesetzgebung ist, s. *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1173 (2003); *Thaler/Sunstein*, Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 93 (2003), 175, 177, mit Entgegnung von *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1273 f. (2003).

¹²⁵⁵ Insgesamt steht hinter dem dargestellten Ansatz eine skeptische, wenn auch nicht ablehnende Grundhaltung gegenüber paternalistischer Gesetzgebung. *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1541 (1998), sprechen plastisch von „anti-antipaternalism – a skepticism about antipaternalism, but not an affirmative defense of paternalism.“

¹²⁵⁶ *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1162 (2003).

¹²⁵⁷ *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1161, 1166 f., 1188 (2003).

¹²⁵⁸ *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1161 f. (2003); *Thaler/Sunstein*, Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 93 (2003), 175, 177; *Sunstein*, 77 N.Y.U. L. Rev. 106, 111 (2002); s. a. *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 222 f. In Abweichung von *Sunstein* und *Thaler* bezeichnen *Camerer u.a.*, 151 U. Penn. L. Rev. 1211, 1219 ff. (2003), dieses Regulierungskonzept als „asymmetrischen Paternalismus“: Die paternalistische Gesetzgebung betrifft idealerweise nur jene

dungsbeispiel für eine libertär paternalistische Gesetzgebung.¹²⁵⁹ Die Aufgabe von Standard-Regelungen liegt dann unter anderem in der Beeinflussung der Präferenzen von Marktteilnehmern.¹²⁶⁰

Auf drei Probleme dieses Ansatzes ist hinzuweisen. Erstens nötigt der Ansatz den Gesetzgeber, vor einer Setzung der Standard-Regelung genau zu bestimmen, in welche Richtung er die Präferenzen welcher Marktteilnehmer beeinflussen will und welche endgültige Güterallokation er anstrebt. Angesichts widerstreitender Interessen und Informationsdefiziten mag dies oftmals schwierig sein. Zweitens ist zu beachten, dass dem Gesetzgeber nach der Identifikation eines gewünschten Beeinflussungsziels regelmäßig zahlreiche alternative Wege zur Verfügung stehen, um die Präferenzen bestimmter Marktteilnehmer zu beeinflussen. Darüber, welcher dieser Wege idealerweise eingeschlagen werden sollte, lässt sich beim gegenwärtigen Stand der verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Analyse nur spekulieren. Dafür ist einerseits ein tieferes Verständnis der psychologischen Prozesse erforderlich, die zur Präferenzbildung führen.¹²⁶¹ Andererseits kommt der Gesetzgeber nicht umhin, unterschiedliche Wege der Präferenzbeeinflussung in begrenztem Ausmaß in der Realität auszuprobieren, um so Erfahrungen über die Wirkung libertär paternalistischer Rechtsetzung zu erhalten.¹²⁶² Drittens ist zu beachten, dass der Gesetzgeber regelmäßig nicht die einzige Institution ist, um Präferenzen zu beeinflussen. Auch soziale Normen,¹²⁶³ Pfadabhängigkeiten,¹²⁶⁴ Netzwerkeffekte¹²⁶⁵ und Ähnliches können Referenzpunkte setzen. Durch die Konkur-

Marktteilnehmer, deren Verhalten von den Vorhersagen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells abweicht. Die anderen Marktteilnehmer können der paternalistischen Gesetzgebung durch ein Herausoptieren entkommen. Zu diesem Konzept s. die allgemeine Kritik von *Englerth* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 231, 245 ff. Allgemein zum Konzept eines „leichten“ Paternalismus, den methodischen Problemen und der Kritik s. *Loewenstein/Haisley* in: Caplin/Schotter (Hrsg.), S. 210; *Mitchell*, 99 Nw. U. L. Rev. 1245 (2005); *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 228 ff. (2006); *Rachlinski*, 73 U. Chi. L. Rev. 207, 224 ff. (2006). Zum Verhältnis zwischen Paternalismus und beschränkter Rationalität s. *van Aaken* in: Anderheiden u.a. (Hrsg.), S. 110.

¹²⁵⁹ *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1162 (2003).

¹²⁶⁰ *Sunstein*, 53 U. Chi. L. Rev. 1129, 1169 ff. (1986).

¹²⁶¹ Überzeugend *Loewenstein/Haisley* in: Caplin/Schotter (Hrsg.), S. 210, 223 ff. Zu diesem Problem auch unten Teil 4, A.III.1, S. 322.

¹²⁶² Dazu ausführlich *Loewenstein/Haisley* in: Caplin/Schotter (Hrsg.), S. 210, 229 ff.; s. a. *Hertig/McCahery* in: Ferrarini/Wymeersch (Hrsg.), S. 119, 132.

¹²⁶³ Zur Bedeutung sozialer Normen für das Gesellschaftsrecht s. nur *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 706 f.

¹²⁶⁴ Der Begriff der Pfadabhängigkeit bezeichnet Situationen, in denen Gleichgewichtsallokationen von der Entwicklung abhängen, die zu dieser Allokation geführt hat. Plastisch zu diesem weichen Konzept *Liebowitz/Margolis* in: Bouckaert/De Geest (Hrsg.), S. 981: „Most generally, path dependence means that where we go next depends not only on where we are now, but also upon where we have been. History matters.“

¹²⁶⁵ Dazu oben Teil 2, Fn. 131.

renz solcher Institutionen können dem Gesetzgeber Grenzen gesetzt sein, wenn er durch optionale Standard-Regelungen Präferenzen beeinflussen will.¹²⁶⁶

(4) *Inhaltliche Ausgestaltung der Standard-Regelung*

Die ökonomische Analyse optionalen Vertragsrechts analysiert nicht nur, welche Auswirkungen es hat, in welche Richtung eine optionale Standard-Regelung gesetzt wird. Sie trifft auch Aussagen zur inhaltlichen Ausgestaltung und Breite solcher Regelungen.

So ist zu beachten, dass der Gesetzgeber durch eine formelle und materielle Ausgestaltung der optionalen Standard-Regelung beeinflussen kann, wie einfach Vertragsparteien aus der Regelung heraus optieren können. Erschwert der Gesetzgeber das Herausoptieren, so werden nur jene Vertragsparteien davon Gebrauch machen, die sich davon einen besonders hohen Nutzen versprechen. Indem der Gesetzgeber die Schwierigkeit des Herausoptierens austariert, kann er bewirken, dass die gegnerische Vertragspartei durch das Herausoptieren ihres Vertragspartners Informationen über verborgene Eigenschaften ihres Vertragspartners erhält.¹²⁶⁷ Der Gesetzgeber kann durch eine Ausgestaltung der Standard-Regelung sicherstellen, dass sich Vertragsparteien in einem Trennungsgleichgewicht im spieltheoretischen Sinne befinden.¹²⁶⁸ Durch das Herausoptieren aus Standard-Regelungen kann eine Gesellschaft beispielsweise dem Kapitalmarkt signalisieren, dass sie ein potentiell Übernahmeeobjekt ist.¹²⁶⁹ Durch die Ausgestaltung der Standard-Regelung kann der Gesetzgeber den Inhalt und die Qualität des übermittelten Signals beeinflussen.¹²⁷⁰

Standard-Regelungen können auf bestimmte typische Sachverhalte zugeschnitten werden. Existieren unterschiedliche Standard-Regelungen, die auf unterschiedliche Sachverhalte zugeschnitten sind, vermindert dies die Häufigkeit, mit der Vertragsparteien aus den jeweiligen Standard-Regelungen heraus optieren müssen. Bestehen Transaktionskosten oder Netzwerkeffekte, können ausdifferenzierte Standard-Regelungen optimal sein. Durch sie können Transaktionskosten gesenkt sowie die positiven Auswirkungen von Netzwerkeffekten gesichert werden.¹²⁷¹

Allerdings haben ausdifferenzierte Standard-Regelungen auch Nachteile. Einerseits erhöht sich der Regulierungsaufwand.¹²⁷² Andererseits sinkt die Signalqualität eines Herausoptierens aus einer solchen Standard-Regelung. Optiert ein Vertragspartner aus einer ausdifferenzierten Standard-Regelung he-

¹²⁶⁶ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1274 f. (2003); *Sunstein*, 77 N.Y.U. L. Rev. 106, 118 f. (2002); *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1164 Fn. 18 (2003).

¹²⁶⁷ Zu solchen Signalisierungsspielen s. oben Teil 3, D.II.2.c)cc(7)(b), S. 218.

¹²⁶⁸ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1062 ff.

¹²⁶⁹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1076 ff.

¹²⁷⁰ *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 124 (1989).

¹²⁷¹ *Klausner*, 81 Va. L. Rev. 757, 831 f. (1995).

¹²⁷² *Bachmann*, JZ 2008, 11, 17.

raus, können daraus weniger Rückschlüsse auf Eigenschaften des Vertragspartners gezogen werden. Damit entfalten ausdifferenzierte Standard-Regelungen eine vergleichsweise geringe informationsinduzierende Wirkung.¹²⁷³

Existiert dagegen eine breite Standard-Regelung, die unterschiedslos auf eine Vielzahl unterschiedlicher Fälle anwendbar ist, so zwingt dies eine größere Anzahl von Vertragsparteien dazu, aus der Regelung hinaus zu optieren. Damit können breite Standard-Regelungen als „penalty defaults“ mit entsprechender informationsinduzierender Wirkung¹²⁷⁴ fungieren.¹²⁷⁵ Auch können sie unterschiedliche Typen von Vertragsparteien separieren und damit zu einem Trennungsgleichgewicht im spieltheoretischen Sinne führen.¹²⁷⁶ Breite Standard-Regelungen können Informationsasymmetrien zwischen den Vertragsparteien vermindern.

Ob der Gesetzgeber eine breite Standard-Regelung oder mehrere maßgeschneiderte Standard-Regelungen schaffen sollte, hängt daher davon ab, ob in der vertraglichen Beziehung eher Transaktionskosten oder Informationsasymmetrien zu einem Marktversagen führen. Sind Transaktionskosten das Hauptproblem, sollte der Gesetzgeber möglichst maßgeschneiderte Standard-Regelungen schaffen. Sind Informationsasymmetrien das Hauptproblem, sollte er eine möglichst breite Standard-Regelung schaffen.

Welche Auswirkungen eine optionale Standard-Regelung hat, hängt weiterhin davon ab, ob sie als Rechtsregel („rule“) oder Verhaltensstandard („standard“) ausgestaltet ist. Eine „rule“ enthält ein *ex ante* klar formuliertes Regelprogramm. Ein „standard“ enthält weich formulierte Regelungen, die erst *ex post* anhand eines Einzelfalls konkretisiert werden. Zum Verhältnis von „rules“ und „standards“ existiert eine reichhaltige rechtsökonomische Literatur.¹²⁷⁷ Gerade im Gesellschaftsrecht spielt die Unterscheidung eine wichtige Rolle.¹²⁷⁸

¹²⁷³ Ayres/Gertner, 99 Yale L.J. 87, 118 (1989).

¹²⁷⁴ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(7)(a), S. 215.

¹²⁷⁵ Ayres/Gertner, 99 Yale L.J. 87, 116 f. (1989); Ruffner, S. 342.

¹²⁷⁶ Ayres/Gertner, 99 Yale L.J. 87, 112 (1989); Ruffner, S. 342.

¹²⁷⁷ Allgemein Kaplow, 42 Duke L.J. 557 (1992); Posner, S. 586 ff.; Diver, 93 Yale L.J. 65 (1983); Ehrlich/Posner, J. Legal Stud. 257 (1974); Kraakman u.a., S. 23 f. Zur Bedeutung des Konzepts im Gesellschaftsrecht meint Fleischer, ZHR 168 (2004), 673, 697: „Zum methodischen Rüstzeug eines ambitionierten Gesellschaftsrechtlers gehört die Unterscheidung zwischen Rechtsregeln (rules) und Verhaltensstandards (standards)“; s.a. Zöllner, AG 2003, 2, 11.

¹²⁷⁸ Im Aktienrecht sind die Orientierung des Pflichtenprogramms der Vorstandsmitglieder an der „Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters“ oder das Institut der mitgliedschaftlichen Treuepflicht Beispiele für einen „standard“, s. Fleischer, ZHR 168 (2004), 673, 698 f.; Kraakman u.a., S. 24. Die „business judgment rule“, die inzwischen über die ARAG-Rechtsprechung des BGH (NJW 1997, 1926) und die gesetzliche Kodifizierung in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG im deutschen Recht verankert ist, dient der prozessualen Absicherung dieses „standard“; s. Fleischer in: Wank u.a. (Hrsg.), S. 827, 829 ff.

Im Vergleich zu „rules“ können „standards“ zukünftige Entwicklungen und Konfliktlagen in unvollständigen Verträgen wie dem Gesellschaftsvertrag besser erfassen.¹²⁷⁹ Übernahmeangebote führen häufig zu Situationen, die *ex ante* schwer einzuschätzen sind. In solchen Fällen kann es einem Gesetzgeber unmöglich sein, *ex ante* angemessene „rules“ aufzustellen. Dann ist dem Gesetzgeber zu raten, bestimmte Sorgfalts- und Treuepflichten im Sinne eines „standard“ festzulegen und die Ausfüllung der Pflichten einer *ex-post*-Kontrolle durch Gerichte zu überlassen.¹²⁸⁰ Wenn eine bestimmte Gesellschaft mit dem weichen „standard“ nicht zufrieden ist, kann der Gesetzgeber der Gesellschaft ein Hineinoptieren in konkret spezifizierte Leistungspflichten im Sinne von „rules“ erlauben.¹²⁸¹

(5) *Gesamtschau*

Betrachtet man die rechtsökonomische Analyse optionalen Vertragsrechts in ihrer Gesamtheit, deutet sich eine differenzierte Theorie optionaler Rechtsetzung an.¹²⁸² Werden Vertragsanbahnung, -schluss und -durchführung insbesondere durch hohe *Transaktionskosten* behindert oder sind sie von *Netzwerkeffekten* oder „*endowment*“-Effekten geprägt, sollte der Gesetzgeber die optionale Standard-Regelung so setzen, dass sie dem Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien entspricht.¹²⁸³ Die Allokation durch den Gesetzgeber wird oftmals der endgültigen Allokation entsprechen. Daher kann es auch sinnvoll sein, mehrere ausdifferenzierte Standard-Regelungen zu schaffen, unter denen die Vertragsparteien auswählen können.¹²⁸⁴ Zur Bestimmung des Interesses der Mehrheit aller Vertragsparteien kann der Gesetzgeber auf eine empirisch beobachtete Vertragspraxis zurückgreifen. Angesichts der Wechselwirkung zwischen Regelsetzung und Präferenzbildung¹²⁸⁵ ist dieser Rückgriff jedoch immer an einer normativen Fundierung der optionalen Standard-Regelung zu spielen.

¹²⁷⁹ *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 699.

¹²⁸⁰ *Ruffner*, S. 211 f., 343; *Ayres*, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1403 (1992): „Only courts can implement meaningful tailoring“; s.a. *Zöllner*, AG 2003, 2, 11.

¹²⁸¹ *Ayres*, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1404 f. (1992); *Ruffner*, S. 330, 332; *Unberath/Czipuka*, AcP 209 (2009), 37, 60 ff. Dabei kann es wichtig sein, dass die Regelungen, in die hinein optiert werden kann, hinreichend genau spezifiziert sind; s. *Ruffner*, S. 326 ff. In einem solchen Regelungsmodell wird also ein „standard“ als optionale Standard-Regelung gesetzt. Auch wenn die Leistungspflichten in einem „standard“ nicht exakt umschrieben werden, kann dennoch von einer Standard-Regelung gesprochen werden. Einerseits hat die Gesellschaft die Möglichkeit, aus dem „standard“ hinaus zu optieren. Andererseits hat der Gesetzgeber die Möglichkeit, durch Mischformen die Leistungspflichten im „standard“ auch bis zu einem gewissen Maß zu konkretisieren.

¹²⁸² Ebenso *Ayres/Gertner*, 99 Yale L.J. 87, 124 f., 127 f. (1989); *Ruffner*, S. 340 f., 343 ff.

¹²⁸³ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)dd)(1), S. 249.

¹²⁸⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1271.

¹²⁸⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1240 ff., 1246 ff.

Sind Vertragsanbahnung, -schluss und -durchführung insbesondere von *Informationsasymmetrien* geprägt, kann sich eine optionale Standard-Regelung empfehlen, welche zum Nachteil der informierten Vertragspartei ausgestaltet ist und diese daher zu einem Herausoptieren zwingt. Durch ein Herausoptieren einer informierten Vertragspartei erhält die gegnerische Partei Informationen über ihre Vertragspartei. Optionales Vertragsrecht kann damit informations-induzierende Funktionen übernehmen.¹²⁸⁶

Führt ein Vertragsschluss zu *negativen externen Effekten* für unbeteiligte Dritte, kann der Gesetzgeber eine optionale Standard-Regelung schaffen, aus der nur schwerlich heraus optiert werden kann. Dabei kann sich der Gesetzgeber neben der Existenz von Transaktionskosten und Netzwerkeffekten insbesondere den „*endowment*“-Effekt zu Nutze machen. Aus solchen Standard-Regelungen wird nur noch heraus optiert, wenn der Vorteil des Herausoptierens für die betreffende Vertragspartei besonders groß ist. Dies gilt insbesondere, wenn die Auswirkungen des Herausoptierens für die Vertragspartei unsicher sind.¹²⁸⁷ Optionales Vertragsrecht erfüllt dann ähnliche Funktionen wie zwingendes Vertragsrecht.¹²⁸⁸

Schließlich kann der Gesetzgeber durch eine inhaltliche Ausgestaltung der Standard-Regelung als „rule“ oder „standard“ darauf reagieren, wie einfach das Pflichtenprogramm von Vertragsparteien angesichts unvollständiger Verträge *ex ante* spezifiziert werden kann.¹²⁸⁹ Ist die vertragliche Beziehung von hohen Unvollständigkeits geprägt, kann es sich empfehlen, die Standard-Regelung als „standard“ auszugestalten und den Vertragsparteien allenfalls ein Hineinoptieren in eine genau spezifizierte „rule“ zu gestatten.

Oftmals werden Vertragsanbahnung, -schluss und -durchführung von mehreren der beschriebenen Effekte beeinflusst. Der Gesetzgeber befindet sich regelmäßig in einer Gemengelage. Dann kann eine Mischung der dargestellten Ansätze empfehlenswert sein.¹²⁹⁰ Dabei bieten sich Menü-Regelungen an.¹²⁹¹ Menü-Regelungen senken Transaktionskosten und führen zu einer Standardi-

¹²⁸⁶ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(7)(a), S. 215, und D.II.2.c)cc(7)(b), S. 218.

¹²⁸⁷ Zu den Wechselwirkungen zwischen der Bewertungsunsicherheit und der Größe des „*endowment*“-Effekts s. oben Teil 3, Fn. 1155.

¹²⁸⁸ *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1272 f. (2003).

¹²⁸⁹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1277 ff.

¹²⁹⁰ Zu solchen Mischformen s. schon oben Teil 3, bei Fn. 424 f., 451 ff. Eine Mischung verschiedener Regelungsansätze widerspricht nicht notwendigerweise den Aussagen der zugrunde liegenden Modelle. So meint *Ian Ayres* als Entwickler des Konzepts von „*penalty defaults*“, dass sein Konzept nur einen möglichen Effekt beschreibt, der Wohlfahrtsauswirkungen haben kann. *Ayres* streitet nicht ab, dass alternative Konzepte wichtige Analyseinstrumentarien sind, s. *Ayres*, 60 U. Cin. L. Rev. 387, 391 (1991). Allgemein zur Bedeutung von Mischformen unterschiedlicher Regulierungsinstrumente s. unten Teil 4, B.I, S. 331.

¹²⁹¹ Bei einer Menü-Regelung wird den Vertragspartnern eine vorbestimmte Selektion von Regelungsmodellen präsentiert, ohne dass ihnen eine bestimmte Auswahl vorgeschrieben oder auch nur empfohlen wird. Dazu schon allgemein oben Teil 3, bei Fn. 421 ff. Für Menü-

sierung der in der Praxis verwendeten Vertragsklauseln. Dies kann zu Netzwerkeffekten und damit höherer Rechtssicherheit führen.¹²⁹² Da strenge Menü-Regelungen den Marktteilnehmern keine Option vorschreiben oder auch nur empfehlen,¹²⁹³ werden die Präferenzen der Marktteilnehmer auch nicht durch „endowment“-Effekte verändert.¹²⁹⁴

Menü-Regelungen lassen sich mit anderen Ansätzen kombinieren. Will der Gesetzgeber eine Informationsasymmetrie zwischen Vertragsparteien mit einem „penalty default“¹²⁹⁵ bekämpfen, kann er diesen „penalty default“ als optionale Standard-Regelung vorsehen. Jedoch können Transaktionskosten der informierten Vertragspartei das Herausoptieren aus dem „penalty default“ erschweren. Dafür kann der Gesetzgeber der Vertragspartei gleichzeitig eine Menü-Regelung anbieten, in die diese hinein optieren kann. Eine Kombination von „penalty default“ und Menü-Regelung kann damit gleichzeitig Prinzipal-Agenten-Probleme und Transaktionskostenprobleme bekämpfen.¹²⁹⁶ Werden die Vertragsparteien vom Gesetzgeber verpflichtet, andere betroffene Dritte von einem Hineinoptieren in eine bestimmte Menü-Regelung zu unterrichten, können auch Informationsasymmetrien zu diesen Dritten abgebaut werden.¹²⁹⁷

Solche Vorteile optionalen Vertragsrechts werden mit Nachteilen erkaufte. Optionales Vertragsrecht kann den Regulierungsaufwand für den Gesetzgeber erhöhen.¹²⁹⁸ Insbesondere in komplexen Rechtsgebieten sind die Fern- und Nebenwirkungen alternativer Regelungsoptionen oftmals schwer vorherzusehen.¹²⁹⁹ Dies spricht für einen experimentellen Umgang des Gesetzgebers mit

Regelungen im Gesellschaftsrecht plädieren *Hertig/McCahery* in: Ferrarini/Wymeersch (Hrsg.), S. 119, 129; *Ruffner*, S. 331 f.

¹²⁹² *Ayres*, 73 U. Chi. L. Rev. 3, 9 (2006); *Hertig*, ECLR 2006, 341, 360.

¹²⁹³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 422.

¹²⁹⁴ Dazu im Zusammenhang mit „gesellschaftsrechtlichen Regelungsaufträgen“ *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 696. Allerdings ist zu beachten, dass andere Effekte, die von der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts untersucht werden, die Auswahl in Menü-Regelungen beeinflussen können. So kann bei einer Menü-Regelung die Reihenfolge, in der die Regelungsalternativen dargeboten werden, die tatsächliche Wahl der Regelungsalternativen beeinflussen; s. *Ayres*, 73 U. Chi. L. Rev. 3, 10 f. (2006) m.w.N; dazu empirisch *Downs/Loewenstein/Wisdom*, Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 99 (2) (2009), 1. Umfassend zu Menü-Effekten *DellaVigna*, J. Econ. Lit. 47 (2009), 315, 353 ff. Zur Beobachtung, dass es im Interesse eines Marktteilnehmers sein kann, die Anzahl der möglichen Regelungsalternativen in einer Menü-Regelung zu begrenzen, wenn er einer „regret avoidance“ unterliegt, s. *Sarver*, *Econometrica* 76 (2008), 263. Zur Bedeutung aktiver Entscheidungen bei der Setzung optionaler Standard-Regelungen s. *Carroll u.a.*

¹²⁹⁵ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(7)(a), S. 215.

¹²⁹⁶ *Ayres*, 73 U. Chi. L. Rev. 3, 6, 9 (2006).

¹²⁹⁷ Zur Kombination von Menü-Regelungen und Informationspflichten im Gesellschaftsrecht s. *Anand*, 31 Del. J. Corp. L. 229 (2006).

¹²⁹⁸ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 17.

¹²⁹⁹ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 17. Beispielsweise mögen Gesellschafter durch das Hineinop-

optionalem Vertragsrecht.¹³⁰⁰ Durch – zeitlich oder inhaltlich begrenzte – Implementierungen unterschiedlicher Optionsmodelle kann der Gesetzgeber empirische Erfahrungen mit den tatsächlichen Auswirkungen solcher Modelle erlangen.

Insgesamt führen diese Überlegungen für die Ausgestaltung optionaler Regelungen im Übernahmerecht zu zwei denkbaren Regulierungsmodellen, die sich in einer unterschiedlichen Einschätzung der Bedeutung von „rules“ und „standards“ unterscheiden.

Nach dem ersten Regulierungsmodell werden eigenmächtige Abwehrmaßnahmen in einer optionalen Standard-Regelung grundsätzlich verboten. Allerdings können die Anteilseigner aus der Regelung heraus optieren und in einzelne Verbote hinein optieren, die der Gesetzgeber ihnen im Wege einer Menü-Regelung anbietet.¹³⁰¹ Angesichts der Prinzipal-Agenten-Probleme zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern¹³⁰² spricht einiges dafür, eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung in einer Standard-Regelung zu verbieten. Allerdings können eigenmächtige Abwehrmaßnahmen auch im Interesse der Anteilseigner sein.¹³⁰³ Daher sollte das Verbot eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen lediglich als optionale Standard-Regelung ausgestaltet werden. Bei Bedarf können die Anteilseigner aus der Standard-Regelung heraus optieren. Es obliegt dann den Mitgliedern der Unternehmensleitung, die Anteilseigner von den Vorteilen des Herausoptierens aus dem Verbot eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen zu überzeugen.¹³⁰⁴ Um Transaktionskosten zu minimieren, kann der Gesetzgeber eine Liste von Abwehrmaßnahmen spezifizieren, die auch nach einem solchen Herausoptieren verboten sind.

Bedenkt man, dass die Vertragsbeziehung zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern sehr unvollständig ist,¹³⁰⁵ bietet sich ein zweites Regulierungsmodell an. Dieses Modell kombiniert eine Standard-Regelung im Sinne eines „standard“ mit einer Optionsmöglichkeit im Sinne einer „rule“.¹³⁰⁶ Ge-

tieren in die europäische Durchbrechungsregel des § 33b WpÜG versuchen, sich lästiger Stimmrechtsbindungen durch Poolverträge zu entledigen; s. *Harbarth*, ZGR 2007, 37, 43.

¹³⁰⁰ In diese Richtung auch *Hertig/McCahery* in: Ferrarini/Wymeersch (Hrsg.), S. 119, 138. Allgemein zur empirischen Forschung im Gesellschaftsrecht *Bhagat/Romano* in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), S. 945.

¹³⁰¹ Die Regelung zur Durchbrechung von Stimmrechtsbeschränkungen, -gewichtungen und Ähnlichem kann nach vergleichbarem Muster erfolgen. Darauf liegt aber nicht der Schwerpunkt der vorliegenden Untersuchung, s. oben Teil 3, Fn. 655. Zur Durchbrechungsregel in der europäischen Übernahmerrichtlinie s. oben Teil 3, bei Fn. 551 ff.; zur Durchbrechungsregel im WpÜG s. oben Teil 3, bei Fn. 585 ff. Zur Bedeutung von Menü-Regelungen im Gesellschaftsrecht s. a. *Hansmann*, Am. L. & Econ. Rev. 8 (2006), 8, 15 f.

¹³⁰² Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)cc(4)(a), S. 189.

¹³⁰³ Dazu oben Teil 3, D.II.2.b)cc(3)(b), S. 187, und D.II.2.b)cc(4)(b), S. 190.

¹³⁰⁴ *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383, 400 (2007).

¹³⁰⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 741 ff.

¹³⁰⁶ Zu der Unterscheidung zwischen „rule“ und „standard“ s. oben Teil 3, bei Fn. 1277 ff.

rade in Übernahmesituationen sind flexible Verhandlungs- und Verkaufsstrategien der Unternehmensleitung von herausragender Bedeutung.¹³⁰⁷ Vor diesem Hintergrund sollte die optionale Standard-Regelung eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung nur erlauben, wenn sie im Interesse der Anteilseigner erfolgen. Dies sollte als „standard“ formuliert werden. Die Konkretisierung dieser allgemeinen Verhaltenspflicht würde der *ex-post*-Kontrolle durch die Gerichte überlassen, die dafür besser geeignet sind als der Gesetzgeber. Dieser Spielraum, welcher der Unternehmensleitung in der Standard-Regelung eingeräumt würde, könnte im Sinne einer „business judgment rule“ nur begrenzt gerichtlich überprüfbar sein.¹³⁰⁸ Allerdings können Anteilseigner bestimmter Gesellschaften den Wunsch haben, der Unternehmensleitung *ex ante* konkret spezifizierte Verhaltenspflichten im Sinne einer „rule“ aufzuerlegen. Zu diesem Zweck kann der Gesetzgeber vorsehen, dass die Anteilseigner einer Gesellschaft aus der optionalen Standard-Regelung im Sinne eines „standard“ heraus und in eine genau spezifizierte Liste verbotener Abwehrmaßnahmen im Sinne einer „rule“ hinein optieren können.¹³⁰⁹

Nach dem zweiten Regulierungsmodell werden eigenmächtige Abwehrmaßnahmen also in einer optionalen Standard-Regelung grundsätzlich erlaubt, wenn sie im Interesse der Anteilseigner erfolgen. Eine genauere Spezifizierung der Verhaltenspflichten der Unternehmensleitung durch den Gesetzgeber findet nicht statt. Allerdings können die Anteilseigner aus diesem „standard“ heraus und in einzelne genau spezifizierte Liste verbotener Abwehrmaßnahmen im Sinne einer „rule“ hinein optieren, die der Gesetzgeber ihnen im Wege einer Menü-Regelung anbietet.¹³¹⁰

Die beiden dargestellten Regulierungsmodelle unterscheiden sich darin, welche Bedeutung der Unterscheidung zwischen „rules“ und „standard“ beigemessen wird.¹³¹¹ Das erste Regulierungsmodell hält es für möglich, der Unternehmensleitung konkrete Verhaltenspflichten *ex ante* aufzuerlegen. Das zweite Regulierungsmodell hält die Verträge zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern für so unvollständig, dass nur eine allgemeine Umschreibung von Verhaltenspflichten im Sinne eines „standard“ möglich ist, der *ex post* von Gerichten mit Leben erfüllt werden muss. Die Flexibilität des zweiten Regulierungsmodells wird mit höheren Rechtsdurchsetzungskosten erkaufte.¹³¹²

¹³⁰⁷ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 896 ff.

¹³⁰⁸ Zur Rechtslage in den USA s. oben Teil 3, bei Fn. 620 ff.

¹³⁰⁹ Ayres, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1409 f. (1992).

¹³¹⁰ Die Regelung zur Durchbrechung von Stimmrechtsbeschränkungen, -gewichtungen und Ähnlichem unterscheidet sich nicht zum erstgenannten Ansatz; s. oben Teil 3, Fn. 1301.

¹³¹¹ Zu diesem Zusammenhang s. schon oben Teil 3, Fn. 742.

¹³¹² Diesbezüglich zur U.S.-amerikanischen Rechtslage *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 235; *Hopt* in: Schneider u.a. (Hrsg.), S. 1361, 1371 f.; *Paefgen*, S. 370 f.; s.a. *von Bonin*, S. 424 ff. m.w.N.

Beide Regulierungsmodelle mögen in unterschiedlichen Rechtstraditionen unterschiedlich schwierig zu implementieren sein. Das kontinentaleuropäische Übernahmerecht regelt Verbote eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen oftmals mit Hilfe exakt spezifizierter „rules“. Hier mag das erste Regulierungsmodell mehr Anhänger finden. Das angelsächsische Übernahmerecht regelt Verbote eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen stärker mit Hilfe weicher Verhaltenspflichten im Sinne von „standards“.¹³¹³ Dort mag das zweite Regulierungsmodell auf mehr Akzeptanz stoßen.¹³¹⁴

Die europäische Übernahmerichtlinie und deren Umsetzung im WpÜG haben keines der vorgeschlagenen Regulierungsmodelle in Reinform umgesetzt. Dies liegt hauptsächlich an der Notwendigkeit der Kompromissfindung, der den politischen Einigungsprozess der Übernahmerichtlinie prägte.¹³¹⁵ Der Regulierungsansatz der Übernahmerichtlinie und des WpÜG ähnelt allerdings eher dem erstgenannten Regulierungsmodell. Die vorliegende Untersuchung hat gezeigt, dass die Übernahmerichtlinie und das WpÜG mit der grundsätzlichen Hinwendung zu einem Modell optionaler Regelsetzung jedenfalls den richtigen Weg eingeschlagen haben.¹³¹⁶

III. Allgemeine Lehren

Die ausführliche Untersuchung eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeangebote erfolgte nicht, um einen konkreten übernahmerechtlichen Gesetzesvorschlag zu entwickeln.¹³¹⁷ Konkrete rechtspolitische Vorschläge für spezifische Regelungsprobleme können nur anhand einer detaillierten Untersuchung des jeweiligen Problems entwickelt werden, wofür die exemplarische Untersuchung zum Übernahmerecht ein Fundament legt.¹³¹⁸ Das Beispiel wurde vielmehr gewählt, weil übernahmerechtliche Fragestellungen sowohl aus juristischer als auch aus ökonomischer Perspektive hinrei-

¹³¹³ Zur Bedeutung der „fiduciary duties“ im U.S.-amerikanischen Übernahmerecht s. oben Teil 3, bei Fn. 620 ff.

¹³¹⁴ *Kirchner/Painter*, EBOR 2000, 353, plädieren dafür, auch in Europa ein Übernahmerecht zu implementieren, das auf einem „standard“ beruht und sich – in gewissen Grenzen – an der U.S.-amerikanischen Rechtslage und der dort geltenden „business judgment rule“ orientiert. Dazu kritisch *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 242 ff.

¹³¹⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 537 ff.

¹³¹⁶ Ähnlich *Grundmann*, NZG 2005, 122, 1127 f.; *Grundmann* in: Hopt u.a. (Hrsg.), S. 421, 440; *Hertig/McCabery*, EBOR 2003, 179, 204 f.; *Hertig/McCabery* in: Ferrarini u.a. (Hrsg.), S. 21, 44; *Gatti*, EBOR 2005, 553, 568 f., 571 f.; *Liekefett*, RIW 2004, 824, 835.

¹³¹⁷ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 654. Zu denkbaren Regelungsalternativen s. *Coppik*, S. 246 ff.

¹³¹⁸ Ähnlich in der Herangehensweise *Hertig/McCabery* in: Ferrarini/Wymeersch (Hrsg.), S. 119, 131.

chend komplex sind, um die Belastungsfähigkeit einer rechtsökonomischen Theorie optionalen Vertragsrechts zu überprüfen.¹³¹⁹

Insgesamt zeigt sich, dass optionales Vertragsrecht auch in einem solchen Umfeld wichtige und hilfreiche Funktionen übernehmen kann. In der Sache ist optionales Vertragsrecht dispositives Vertragsrecht. Die Optionsperspektive zeigt jedoch, dass die unterschiedliche Ausgestaltung optionalen Vertragsrechts erhebliche Auswirkungen auf die tatsächliche Ausgestaltung vertraglicher Rechtsbeziehungen zwischen Marktteilnehmern haben kann. Die Vorstellung, dass Marktteilnehmer eine optionale Standard-Regelung immer abbedingen, wenn sie nicht ihren Präferenzen entspricht, geht fehl. Transaktionskosten, Informationsasymmetrien, Netzwerkeffekte und „endowment“-Effekte können dazu führen, dass optionale Standard-Regelungen vergleichsweise selten abbedungen werden. Optionales Vertragsrecht kann daher in der Realität ähnliche Wirkungen entfalten wie zwingendes Vertragsrecht. Optionales Vertragsrecht kann den Vertragspartnern in Form einer Menü-Regelung klar umrissene Gestaltungsalternativen zur Verfügung stellen, unter denen diese wählen können. Dann müssen Rechtssicherheit und Transparenz – beides Anliegen zwingenden Vertragsrechts – nicht zurückstehen.¹³²⁰

Damit deutet sich eine weitere Grenze zwingenden Vertragsrechts an. Zwingendes Vertragsrecht ist nicht erforderlich, wenn alternative Regulierungsinstrumente zur Verfügung stehen, welche die vom Gesetzgeber verfolgten Ziele mit (annähernd) vergleichbarer Wirksamkeit erzielen können. Optionales Vertragsrecht verspricht, die Vorteile privatautonomer Gestaltungsmöglichkeiten, die dispositives Vertragsrecht auszeichnen, mit den Vorteilen zwingenden Vertragsrechts zu verbinden.¹³²¹ In manchen Fällen kann optionales Vertragsrecht die Funktionen zwingenden Vertragsrechts übernehmen.¹³²² Dennoch ist optionales Vertragsrecht flexibel. Ist eine optionale Standard-Regelung für bestimmte Vertragsparteien vollkommen unpassend, steht es ihnen – anders als bei zwingendem Vertragsrecht – frei, aus der Regelung heraus zu optieren. Weiterhin bietet optionales Vertragsrecht dem Gesetzgeber ein breites Regelungsinstrumentarium, wovon hier nur „opt in“-, „opt out“-, Menü- und Mischlösungen erwähnt werden sollen. Schließlich kann der Gesetzgeber durch eine inhaltliche Ausgestaltung optionalen Vertragsrechts die Schwierigkeit bestimmen, mit der Vertragsparteien aus der Standard-Regelung heraus optieren können. So kann der Gesetzgeber beispielsweise die Schwierigkeit des Herausop-

¹³¹⁹ Dazu oben Teil 3, nach Fn. 464.

¹³²⁰ *Bachmann*, JZ 2008, 11, 17; *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383, 386 (2007). Zu den Nachteilen klar umrissener Alternativen (unter anderem mangelnde Flexibilität) s. *Hertig/McCahery* in: *Ferrarini/Wymeersch* (Hrsg.), S. 119, 134 f.

¹³²¹ *Ayres*, 73 U. Chi. L. Rev. 3, 4 (2006); *McDonnell*, 60 SMU L. Rev. 383, 385 f. (2007); *Bachmann*, JZ 2008, 11, 16 f.

¹³²² A.A. *Hey*, S. 120 f.

tierens von der Größe negativer externer Effekte abhängig machen, die durch das Herausoptieren entstehen.¹³²³ Der größte Vorteil optionalen Vertragsrechts gegenüber zwingendem Vertragsrecht ist seine Flexibilität.¹³²⁴

Dies bedeutet nicht, dass alle Vorschriften zwingenden Vertragsrechts in optionale Regelungen umgewandelt werden können. Führen vertragliche Vereinbarungen zu schweren negativen externen Effekten, opportunistischem Verhalten oder sonstigem vergleichbaren Marktversagen, mag dem nur durch zwingendes Vertragsrechts beizukommen sein.¹³²⁵ Auch kann der Regulierungsaufwand bei optionalem Vertragsrecht prohibitiv hoch sein. Insgesamt zeigt sich aber, dass optionales Vertragsrecht den genuine Anwendungsbereich zwingenden Vertragsrechts einschränkt.

E. Detailgrad von Regulierung

I. Einführung

Zwingendes Vertragsrecht kann als Regulierungsinstrument versagen, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel tatsächlich nicht eintritt, weil das Regulierungsinstrument zur Erreichung des Ziels ungeeignet ist (oben Teil 3, B, S. 48). Zwingendes Vertragsrecht kann an Grenzen stoßen, wenn es zu Nebenfolgen führt, welche die Erreichung des gesetzgeberischen Regulierungsziels beeinträchtigen oder gar verhindern und vom Gesetzgeber nicht hinreichend bedacht wurden (oben Teil 3, C, S. 92). Außerdem kann der Einsatz zwingenden Vertragsrechts als Regulierungsinstrument unnötig sein, wenn alternative Regulierungsinstrumente zur Verfügung stehen, welche die vom Gesetzgeber verfolgten Ziele mit (annähernd) vergleichbarer Wirksamkeit erzielen können (oben Teil 3, D, S. 118).

Im weiteren Verlauf soll untersucht werden, ob zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument auch an Grenzen stößt, wenn ein Regulierungsinstrument mit großem Detailgrad notwendig ist. Dies ist insbesondere der Fall, wenn der Gesetzgeber mit heterogenen Regelungsadressaten konfrontiert wird.

Das Problem heterogener Regelungsadressaten zeigt sich schon bei der Entwicklung eines ökonomischen Verhaltensmodells. Im rationaltheoretischen Verhaltensmodell sind Menschen homogene Wesen mit homogenen Präferenzen.¹³²⁶ Jedoch stellt die experimentelle Ökonomie in Experimenten zu Fair-

¹³²³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1288.

¹³²⁴ S. nur *Hertig/McCabery* in: *Ferrarini/Wymeersch* (Hrsg.), S. 119, 122, 129; *Hertig*, *ECLR* 2006, 341, 342; *Bebchuk/Ferrell*, 87 *Va. L. Rev.* 111, 115 (2001).

¹³²⁵ *Hertig/McCabery* in: *Ferrarini/Wymeersch* (Hrsg.), S. 119, 120, 132 ff.; *Hertig*, *ECLR* 2006, 341, 342 f., 348, 354 ff. Zu solchen Marktversagen im Gesellschaftsrecht s. umfassend *Ruffner*, S. 294 ff.

¹³²⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 325.

ness-Präferenzen regelmäßig fest, dass es drei Gruppen von Teilnehmern gibt. Ein kleiner Teil der Teilnehmer handelt konsequent altruistisch. Ein anderer Teil handelt stets egoistisch. Der dritte Teil der Teilnehmer, der bis zu 60 % aller Teilnehmer ausmacht, handelt bedingt kooperativ. Diese Teilnehmer berücksichtigen also die Auswirkungen ihres Handelns auf andere, wenn jene dies auch tun.¹³²⁷ Menschen haben also heterogene Fairness-Präferenzen.

Heterogenitätsbefunde zeigen sich nicht nur bei sozialen Präferenzen, sondern auch bei sonstigen Verhaltensabweichungen von Menschen. Ob und in welchem Umfang Menschen zeitlich inkonsistente Präferenzen aufweisen, kann unter anderem vom Bildungsgrad, einer eventuellen Arbeitslosigkeit¹³²⁸ und dem Alter¹³²⁹ abhängen. In einer Untersuchung diskontierte die Hälfte der Versuchsteilnehmer exponentiell und die andere hyperbolisch.¹³³⁰ Menschen haben also heterogene zeitlich inkonsistente Präferenzen.¹³³¹

Auch aus Sicht einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts ist das Problem der Heterogenität von Regelungsadressaten allgegenwärtig. Darauf wurde in der vorliegenden Untersuchung schon mehrfach eingegangen. Da die Fähigkeit von Menschen zur Informationswahrnehmung und -verarbeitung variiert, hilft ein juristisches Informationsmodell bestimmten Gruppen der Bevölkerung mehr als anderen.¹³³² Angesichts der Heterogenität von Verbrauchern kann ein starker, zwingend ausgestalteter Verbraucherschutz die Privatautonomie mancher Verbraucher über Gebühr einschränken und zu unerwünschten Umverteilungseffekten führen.¹³³³ Anteilseigner großer Publikumsgesellschaften sind keine homogene Gruppe von Anlegern mit identischen Interessen. Individueller Anlagehorizont, Portfolio-Strategie, Unternehmensbranche und andere Faktoren bestimmen die unterschiedlichen Risikopräferenzen des jeweiligen Anlegers. In einem solchen Umfeld ist es schwierig, allgemeingültige Regelungen für eigenmächtige Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung zu erlassen.¹³³⁴ Unterschiedlich hohe Transaktionskosten bei unterschiedlichen Gruppen von An-

¹³²⁷ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 348 ff., 385 f.

¹³²⁸ *Harrison/Lau/Williams*, Am. Econ. Rev. 92 (2002), 1606, 1614.

¹³²⁹ *Agarwal u.a.*, Age of Reason; *Harrison/Lau/Williams*, Am. Econ. Rev. 92 (2002), 1606, 1614.

¹³³⁰ *Collier/Harrison/Rutström*. Zu den Begriffen des exponentiellen und hyperbolischen Diskontierens s. oben Teil 3, bei Fn. 166 ff.

¹³³¹ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 211.

¹³³² Dazu oben Teil 3, bei Fn. 265 ff.

¹³³³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 238. Zum Problem ausufernden Mieterschutzes für Mieter, die des Schutzes nicht bedürfen, s. *Medicus* in: Münchener Juristische Gesellschaft (Hrsg.), S. 9, 23 f.; s. weiterhin *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 303 f.; *Schirmbacher*, S. 126; *Grigoleit* in: Jestaedt/Lepsius (Hrsg.), S. 51, 61 f. Plastisch *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 438, der sich fragt, ob „Menschen wie *Wolfgang Zöllner* und *Franz Bydlinski*“ in den Genuss eines Widerrufsrechts kommen sollten.

¹³³⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 934 f.

teileignern können dazu führen, dass optionale Standard-Regelungen im Interesse einer Minderheit aller Vertragsparteien ausgestaltet werden sollten.¹³³⁵ Ob man für die Ausgestaltung einer optionalen Standard-Regelung auf eine tatsächlich beobachtete Vertragspraxis zurückgreifen sollte, hängt unter anderem von der Heterogenität der Marktteilnehmer ab.¹³³⁶ Allgemein kann die Unterschiedlichkeit der zu regelnden Sachverhalte für die Schaffung ausdifferenzierter Standard-Regelungen sprechen.¹³³⁷

All dies sind Beispiele für die Probleme, denen sich zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument stellen muss, wenn die Regelungsadressaten sehr heterogen sind. Es geht um die Frage, an welchem Regelungsadressaten sich eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts ausrichten sollte, wenn die Regelungsadressaten sehr heterogen sind. Damit deutet sich eine weitere Grenze zwingenden Vertragsrechts an. Sind die Regelungsadressaten sehr heterogen, wird deren Regulierung durch zwingendes Vertragsrecht schwierig. In einem solchen Umfeld muss eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts untersuchen, mit welchem Detailgrad zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument eingesetzt werden kann. Aus Sicht der ökonomischen Analyse des Rechts stellt sich die Frage, in welchem Ausmaß die Heterogenität von Marktteilnehmern in einem System von Wettbewerbsmärkten überhaupt relevant ist (unten Teil 3, E.II.1, S. 267). Vor diesem Hintergrund muss eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts untersuchen, wie sie mit dem Heterogenitätsproblem umgeht (unten Teil 3, E.II.2, S. 278).

II. Heterogenität von Regelungsadressaten

1. Heterogenität aus Sicht der Rechtsökonomie

a) Einführung

In der ökonomischen Analyse wird oftmals angenommen, dass *alle* Marktteilnehmer rational handeln.¹³³⁸ Diese vereinfachende Annahme hat mitunter einen profanen Grund. Führt man Heterogenität ein, wird das ökonomische Modell mathematisch zu komplex.¹³³⁹ Die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts leidet an einem ähnlichen Problem. Dort wird oftmals angenommen, dass *alle* Marktteilnehmer bestimmte Verhaltensabweichungen

¹³³⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1235.

¹³³⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1245.

¹³³⁷ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1271.

¹³³⁸ *Schwartz*, 37 J. Legal Stud. 131 (2008), 132; *Kaplow*, B.E. J. Econ. Anal. & Pol'y: Adv. 8 (1) (2008), Artikel 40, S. 1; *Blumenthal*, 12 S. Cal. Interdisc. L.J. 1, 28 f. (2002); s. a. *Engel*, JZ 2005, 581, 585; s. a. oben Teil 3, bei Fn. 1326.

¹³³⁹ *Camerer/Febr*, Science 311 (2006), 47.

– seien es „biases“,¹³⁴⁰ seien es soziale Präferenzen¹³⁴¹ – aufweisen.¹³⁴² Auch die Literatur der verhaltenswissenschaftlichen Ökonomie¹³⁴³ und selbst die zugrunde liegende psychologische Literatur¹³⁴⁴ leidet unter diesem Problem. Regelmäßig werden damit Vereinfachungen vorgenommen, die nicht der Realität entsprechen. Dies untergräbt die Aussagekraft psychologischer, rechtsökonomischer und verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischer Analysen.¹³⁴⁵ Tatsächlich weisen unterschiedliche Marktteilnehmer Verhaltensabweichungen in unterschiedlichem Ausmaß auf.¹³⁴⁶

Es ist Aufgabe der ökonomischen und psychologischen Fachdiskurse, zu klären, wie sich die Aussagen der jeweiligen Disziplin verändern, wenn die Heterogenität von Marktteilnehmern in Modell, Experiment und Empirie integriert wird.¹³⁴⁷ Aufgabe der ökonomischen Analyse des Rechts ist es, zu unter-

¹³⁴⁰ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 72 ff.

¹³⁴¹ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 85 ff.

¹³⁴² *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67 (2002), mit relativierender Entgegnung von *Prentice*, 56 *Vand. L. Rev.* 1663 (2003). *Rachlinski*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 207, 208 ff. (2006), führt dies auf die methodische Ausrichtung der zugrunde liegenden psychologischen Forschung und auf das ursprüngliche Anliegen der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts zurück, nämlich das rationaltheoretische Verhaltensmodell in seinen Grundlagen anzugreifen; s. weiterhin *Schwartz*, 37 *J. Legal Stud.* 131, 132 f. (2008); *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 86 Fn. 46 (2002); *Blumenthal*, 12 *S. Cal. Interdisc. L.J.* 1, 28 f. (2002); *Jolls/Sunstein*, 35 *J. Legal Stud.* 199 (2006), 228.

¹³⁴³ Zu entsprechender Kritik an den Beiträgen von *DellaVigna/Malmendier*, *Quart. J. Econ.* 119 (2004), 353; *DellaVigna/Malmendier*, *Am. Econ. Rev.* 96 (2006), 694, s. *Ellison* in: *Blundell/Newey/Persson* (Hrsg.), S. 143, 165.

¹³⁴⁴ *Rachlinski*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 207, 211 ff. (2006).

¹³⁴⁵ *Rachlinski*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 207, 216 (2006): „The nomothetic model is a sitting duck. People likely express enormous variation in their abilities to make accurate judgments and any variable that differentiates how people make judgments undermines the nomothetic model.“

¹³⁴⁶ Ausführlich *Rachlinski*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 207, 208 (2006); s. a. *Engel* in: *Engel u.a.* (Hrsg.), S. 363, 267 f.; *Engel*, *JZ* 2005, 581, 585; *Schwartz*, 37 *J. Legal Stud.* 131, 151 (2008); *Blumenthal*, 12 *S. Cal. Interdisc. L.J.* 1, 29 (2002). Zum besonders extremen Beispiel zeitlich inkonsistenter Präferenzen s. oben Teil 3, bei Fn. 210 ff.

¹³⁴⁷ Dazu hinsichtlich der Theorie der Besteuerung und der Theorie öffentlicher Güter exemplarisch *Kaplow*, *B.E. J. Econ. Anal. & Pol’y: Adv.* 8 (1) (2008), Artikel 40; *Hellwig*, *Optimal Income Taxation*; hinsichtlich der Spieltheorie exemplarisch *Camerer/Ho/Chong*, *Quart. J. Econ.* 119 (2004), 861; hinsichtlich experimenteller Forschung und sozialer Präferenzen exemplarisch *Camerer/Fehr*, *Science* 311 (2006), 47; *Fehr/Tyran*, *J. Econ. Persp.* 19 (4) (2005), 43; *Fehr/Tyran*, *Econometrica* 76 (2008), 353. Allgemein erschwert die Annahme heterogener Präferenzen die Wohlfahrtstheorie. In einer Gesellschaft mit heterogenen Präferenzen wird eine *Pareto*-Verbesserung (dazu oben Teil 3, Fn. 1111) seltener auftreten, da es häufiger einen Marktteilnehmer geben wird, der durch eine Veränderung schlechter gestellt wird, s. *Kaplow*, *B.E. J. Econ. Anal. & Pol’y: Adv.* 8 (1) (2008), Artikel 40, S. 1; s. a. *Ng*, *Am. Econ. Rev.* 74 (1984), 1033. Auch werfen heterogene Präferenzen das Problem des interpersonellen, kardinalen Nutzenvergleichs auf, s. *Kaplow*, *B.E. J. Econ. Anal. & Pol’y: Adv.* 8 (1) (2008), Artikel 40, S. 24. Zum Problem des interpersonellen Nutzenvergleichs s. oben Teil 2, bei Fn. 107.

suchen, wie sich die rechtsökonomische Analyse verändert, wenn die Heterogenität von Marktteilnehmern berücksichtigt wird.

Aus rechtsökonomischer Sicht äußert sich die Heterogenität von Marktteilnehmern insbesondere in heterogenen Präferenzen. Präferenzen können aus vielerlei Gründen heterogen sein. Sie können wegen unterschiedlicher Erfahrung oder eines unterschiedlichen Informationsstandes der Marktteilnehmer, wegen unterschiedlichen Alters, Geschlechts¹³⁴⁸ sowie unterschiedlicher Ausbildung,¹³⁴⁹ Intelligenz,¹³⁵⁰ kultureller Herkunft¹³⁵¹ oder sozialer Gruppenzugehörigkeit heterogen sein.¹³⁵² Schließlich mag die Heterogenität von Präferenzen einfach auf unterschiedlichem Geschmack beruhen.¹³⁵³

Erkennt man die Heterogenität der Präferenzen von Marktteilnehmern an, ist aus rechtsökonomischer Sicht zu untersuchen, ob die Heterogenität in tatsächlichen Interaktionen auf Märkten überhaupt eine Rolle spielt. Dies erscheint einerseits fraglich, da heterogene Präferenzen *auf individueller Ebene* nivelliert werden können, wenn Marktteilnehmer lernen oder aus einem Markt austreten (unten Teil 3, E.II.1.b), S. 270). Es erscheint andererseits fraglich, da heterogene Präferenzen *auf aggregierter Ebene* nivelliert werden können, wenn rationale Marktteilnehmer andere Marktteilnehmer schützen, die Marktgegenseite auf Verhaltensabweichungen reagiert, Verhaltensabweichungen sich gegenseitig aufheben oder sie sonst im Aggregat verschwinden (unten Teil 3, E. II.1.c), S. 272). Im weiteren Verlauf widmet sich die Untersuchung daher der Frage, inwiefern die Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlich-ökonomi-

¹³⁴⁸ Studien zeigen, dass Frauen in bestimmten Situationen risikoaverser sind als Männer; s. *Bajtelsmit/Bernasek/Jianakoplos*, *Fin. Serv. Rev.* 8 (1999), 1; *Schubert u.a.*, *Am. Econ. Rev. Papers & Proc.* 89 (1999), 381; *Febr-Duda/Gennaro/Schubert*, *Theory & Dec.* 60 (2006), 203; *Kaban u.a.*, *J. Empirical Legal Stud.* 4 (2007), 465; s. a. *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 140 ff. (2002). Einen Überblick über die Literatur geben *Crososon/Gneezy*, *J. Econ. Lit.* 47 (2009), 448.

¹³⁴⁹ *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 87 ff. (2002).

¹³⁵⁰ In welchem Umfang Verhaltensabweichungen auf unterschiedliche Intelligenzniveaus zurück zu führen sind, ist umstritten. Allgemein grundlegend *Stanovich/West*, *Behav. & Brain Sci.* 23 (2000), 645; zu Untersuchungen beim „framing“-Effekt s. *Simon/Fagley/Halleran*, *J. Behav. Dec. Making* 17 (2004), 77; s. a. *Rachlinski*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 207, 216 ff. (2006); *Chiappe/MacDonald*, *J. Gen. Psych.* 132 (2005), 5, 20; *Schwartz*, 37 *J. Legal Stud.* 131, 133 (2008); *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 94 ff. (2002); *Prentice*, 56 *Vand. L. Rev.* 1663, 1735 ff. (2003). Der Forschungsstand lässt sich dahingehend zusammenfassen, dass das Verhältnis zwischen Verhaltensabweichung und Intelligenz sehr kontextabhängig ist. Allgemeine Aussagen sind schwerlich möglich; *Rachlinski*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 207, 217 ff. (2006); positiver *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 98 (2002).

¹³⁵¹ *Weber/Hsee*, *Mgmt. Sci.* 44 (1998), 1205; *Kaban u.a.*, *J. Empirical Legal Stud.* 4 (2007), 465; *Rachlinski*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 207, 222 f. (2006); *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 147 ff. (2002).

¹³⁵² S. zum Ganzen auch oben Teil 2, bei Fn. 49, sowie Teil 3, bei Fn. 265.

¹³⁵³ *Kaplow*, *B.E. J. Econ. Anal. & Pol’y: Adv.* 8 (1) (2008), Artikel 40, S. 1: „Individuals may have ordinary differences in tastes: Some may prefer chocolate, others vanilla; some may love nature and thus highly value improvements to national parks or pollution regulations that restore wilderness habitats, whereas others may desire city life and accordingly prefer enhancements to urban amenities.“

schen Analyse hinsichtlich der Heterogenität von Präferenzen für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts irrelevant sind, weil die beobachteten Verhaltensabweichungen in Markttransaktionen entweder auf individueller oder aggregierter Ebene verschwinden.

b) Individuelle Effekte

Für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts würden heterogene Präferenzen von Marktteilnehmern keine Rolle spielen, wenn die Heterogenität bei Markttransaktionen auf der individuellen Ebene des jeweiligen Marktteilnehmers verschwinden würde. So wird darauf hingewiesen, dass Marktteilnehmer, die Abweichungen vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell aufweisen,¹³⁵⁴ diese Verhaltensabweichungen im Laufe der Zeit selbständig verringern können. Dies kann durch Lernstrategien geschehen. Marktteilnehmer mit Verhaltensabweichungen können erstens bei wiederholten Transaktionen nach und nach lernen, Fehler zu vermeiden. Sie mögen auch die notwendigen finanziellen Anreize dazu haben, da die Fehlervermeidung zur individuellen Gewinnmaximierung beiträgt.¹³⁵⁵ Zweitens können Marktteilnehmer mit Verhaltensabweichungen das Verhalten rationaler Marktteilnehmer beobachten und imitieren.¹³⁵⁶ Drittens können Marktteilnehmer mit Verhaltensabweichungen Informationen und Ratschläge von rationalen Marktteilnehmern oder speziellen Intermediären erwerben.¹³⁵⁷

Auch wenn Lernstrategien im Einzelfall Verhaltensabweichungen verringern oder gar beseitigen mögen, helfen sie nicht immer. Die erstgenannte Lernstrategie hilft nicht weiter, wenn eine Transaktion für einen Marktteilnehmer nur einmal auftritt.¹³⁵⁸ Sie hilft auch nicht weiter, wenn die Konsequenzen falscher Entscheidungen verzerrt, zeitlich verzögert oder breit verstreut eintreten. Dies verhindert das Lernen aus gemachten Fehlern.¹³⁵⁹ Weiterhin ist zu beachten, dass es immer eine Anzahl von Marktteilnehmern geben wird, für welche

¹³⁵⁴ Dazu oben Teil 2, C.II.2, S. 22.

¹³⁵⁵ *Epstein*, 73 U. Chi. L. Rev. 111, 114 ff. (2006); *Epstein*, 92 Minn. L. Rev. 803, 810 ff. (2008); *Ellison* in: Blundell/Newey/Persson (Hrsg.), S. 143, 151 f.; *Rachlinski*, 73 U. Chi. L. Rev. 207, 219 f. (2006); *Schwartz*, 37 J. Legal Stud. 131 (2008), 143 Fn. 17; *Agarwal u.a.*, Learning. Zu entsprechenden Untersuchungen beim „endowment“-Effekt s. oben Teil 3, bei Fn. 1137 f.; *List*, Quart. J. Econ. 118 (2003), 41.

¹³⁵⁶ Allgemein dazu *Bandura*.

¹³⁵⁷ *Epstein*, 92 Minn. L. Rev. 803, 810 ff. (2008). Zum damit verwandten „Windschatten“-Argument im Kapitalmarktrecht s. *Klöhn*, S. 161 ff., 182 f.

¹³⁵⁸ *Haltiwanger/Waldman*, Am. Econ. Rev. 75 (1985), 326, 327; *Tversky/Kahneman*, J. Bus. 59 (1986), S251, S274; *Klöhn*, S. 145.

¹³⁵⁹ Zu dieser „feedback“-Problematik s. *Tversky/Kahneman*, J. Bus. 59 (1986), S251, S274 f.; *Rachlinski*, 73 U. Chi. L. Rev. 207, 220 (2006); *Latin*, 41 UCLA L. Rev. 1193, 1253 (1994); *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 755 ff. (2008); *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 133 Fn. 111 (1997); *Klöhn*, S. 145; *Spindler/Klöhn* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 355, 361; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 220.

die Transaktion neu ist und insofern noch kein Lerneffekt eintreten kann. Diese Gruppe von Marktteilnehmern kann von einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts nicht einfach ignoriert werden.¹³⁶⁰ Schließlich ist zu bedenken, dass empirische und experimentelle Untersuchungen zeigen, dass viele Verhaltensabweichungen auch bei wiederholten Transaktionen auftreten. Sie sind robust gegen Lernstrategien.¹³⁶¹ Insgesamt kann nicht davon ausgegangen werden, dass das Verhalten von Marktteilnehmern bei wiederholten Interaktionen auf Märkten mit der Zeit rationaler wird.¹³⁶²

Die zweitgenannte Lernstrategie (Beobachtung und Imitation rationaler Marktteilnehmer) setzt voraus, dass die Marktteilnehmer mit Verhaltensabweichungen rationale Marktteilnehmer identifizieren können.¹³⁶³ Auch wird ein Vergleich in Märkten erschwert, in denen keine standardisierten Produkte gehandelt werden.¹³⁶⁴ Die letztgenannte Lernstrategie (Informationsintermediäre) hilft ebenfalls nicht immer weiter. Adverse Selektionsprobleme und das Problem des moralischen Risikos¹³⁶⁵ können es erschweren, Informationsasymmetrien zu überwinden.¹³⁶⁶ Beispielsweise ist nicht sichergestellt, dass Finanzintermediäre Anleger immer interessengerecht beraten.¹³⁶⁷ Auch ist zu beachten, dass sich Marktteilnehmer ihrer Verhaltensabweichungen nicht immer bewusst sind¹³⁶⁸ und dass sie daher nicht immer entsprechend um Rat suchen werden.¹³⁶⁹

Insgesamt zeigt sich, dass Verhaltensabweichungen sehr robust gegen Lernstrategien sein können.¹³⁷⁰ Ohne den Nachweis, dass in einer spezifischen Situation Marktteilnehmer die effektive Möglichkeit haben, Verhaltensabweichungen selbständig zu verringern, kann der pauschale Hinweis auf Lernstrategien nicht überzeugen.¹³⁷¹

¹³⁶⁰ *Haltiwanger/Waldman*, Am. Econ. Rev. 75 (1985), 326, 327; *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 149 (1997); *Klöhn*, S. 145; *Spindler/Klöhn* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 355, 360 („a fool is born every minute“).

¹³⁶¹ *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 220; *Spindler/Klöhn* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 355, 361.

¹³⁶² *Fehr/Tyran*, J. Econ. Persp. 19 (4) (2005), 43.

¹³⁶³ *Camerer*, Am. Econ. Rev. 77 (1987), 981, 982.

¹³⁶⁴ *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 756 f. (2008).

¹³⁶⁵ Zu diesen Begriffen s. oben Teil 2, bei Fn. 154 ff.

¹³⁶⁶ *Camerer*, Am. Econ. Rev. 77 (1987), 981, 982.

¹³⁶⁷ *Klöhn*, S. 179.

¹³⁶⁸ Hinsichtlich der Informationsüberlastung s. oben Teil 3, bei Fn. 67; hinsichtlich des Überoptimismus-Effekt s. oben Teil 3, bei Fn. 154; hinsichtlich zeitlich inkonsistenter Präferenzen s. oben Teil 3, bei Fn. 182; hinsichtlich des „endowment“-Effekts s. oben Teil 3, bei Fn. 1121.

¹³⁶⁹ *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 757 f. (2008).

¹³⁷⁰ *Latin*, 41 UCLA L. Rev. 1193, 1253 f. (1994); *Klöhn*, S. 119.

¹³⁷¹ *Tversky/Kahneman*, J. Bus. 59 (1986), S251, S275; *Rachlinski*, 73 U. Chi. L. Rev. 207, 221 (2006); *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 755 ff. (2008). Dazu auch schon oben Teil 3, bei Fn. 201 ff.

Für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts wäre die Heterogenität der Präferenzen von Marktteilnehmern nicht nur irrelevant, wenn diese aufgrund von Lernstrategien verschwinden würde. Sie wäre auch irrelevant, wenn Marktteilnehmer, die Verhaltensabweichungen aufweisen, selbständig vom Markt verschwinden würden, weil sie weniger erfolgreich sind und dadurch beispielsweise insolvent werden. Dahinter steht die Überlegung, dass rationale Marktteilnehmer im Wettbewerb erfolgreicher sind, ihr Anteil an der Gesamtpopulation einer Gesellschaft daher mit der Zeit ansteigt.¹³⁷²

Dies mag zwar in manchen Märkten der Fall sein. In Verbraucher- oder Arbeitsmärkten ist jedoch klar, dass Marktteilnehmer mit Verhaltensabweichungen nicht den Markt verlassen.¹³⁷³ Auch ist fraglich, ob es tatsächlich zutrifft, dass rationale Marktteilnehmer im Wettbewerb immer erfolgreicher sind als Marktteilnehmer mit Verhaltensabweichungen. So können Marktteilnehmer mit Verhaltensabweichungen risikofreudiger und dadurch erfolgreicher sein.¹³⁷⁴ Schließlich können ständig neue Marktteilnehmer mit Verhaltensabweichungen in den Markt eintreten, die von einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts nicht ignoriert werden können.¹³⁷⁵

Damit können Verhaltensabweichungen von Marktteilnehmern zwar im Einzelfall auf individueller Ebene aufgrund von Lernstrategien oder Marktaustritten verschwinden. Eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts kann aber nicht davon ausgehen, dass dies immer der Fall ist.

c) Aggregierte Effekte

Wenn Verhaltensabweichungen von Marktteilnehmern auch nicht systematisch auf individueller Ebene verschwinden, könnte es doch sein, dass sie im Aggregat aller Marktteilnehmer keine Rolle spielen und daher für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts irrelevant sind. So gehen viele ökonomische Analysen unausgesprochen davon aus, dass individuelle Verhaltensabweichungen von Marktteilnehmern durch die Interaktion auf Wettbewerbsmärkten im Aggregat korrigiert oder kompensiert werden.¹³⁷⁶

Für ein Verschwinden von Verhaltensabweichungen im Aggregat lassen sich im Wesentlichen vier Argumente anführen.¹³⁷⁷ Erstens wird angeführt, dass

¹³⁷² S. dazu *Rehberg* in: *Eger/Schäfer* (Hrsg.), S. 284, 297; *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 148 ff. (1997); *Cleveland*, 55 Am. U.L. Rev. 1, 67 (2005).

¹³⁷³ *Fehr/Tyran*, J. Econ. Persp. 19 (4) (2005), 43, 44; *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 220.

¹³⁷⁴ *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 152 ff. (1997); *De Long u.a.*, J. Bus. 64 (1991), 1, hinsichtlich so genannter „noise traders“ in Finanzmärkten. Allgemein dazu aus psychologischer Perspektive *Gigerenzer/Todd*.

¹³⁷⁵ *Camerer*, Am. Econ. Rev. 77 (1987), 981, 982.

¹³⁷⁶ *Fehr/Tyran*, J. Econ. Persp. 19 (4) (2005), 43.

¹³⁷⁷ Eine Auflistung der Argumente findet sich beispielsweise bei *Camerer*, Am. Econ. Rev. 77 (1987), 981 f.; *Fehr/Tyran*, J. Econ. Persp. 19 (4) (2005), 43 f.; *Engel* in: *Engel u.a.* (Hrsg.), S. 363, 367 ff.; *Hirshleifer*, J. Fin. 56 (2001), 1533, 1535; *Klöhn*, S. 143.

eine kleine Anzahl rationaler Marktteilnehmer genügt, damit sich ein Marktgleichgewicht¹³⁷⁸ bildet, das einem Gleichgewicht entspricht, in dem alle Marktteilnehmer rational handeln würden („informed minority argument“). Kann die Marktgegenseite nicht zwischen rationalen und beschränkt rationalen Marktteilnehmern unterscheiden oder ist eine Unterscheidung zwar möglich, aber zu kostspielig,¹³⁷⁹ wird der marginale Marktteilnehmer das Marktgleichgewicht bestimmen. Dieser soll regelmäßig rational handeln.¹³⁸⁰ Dann genügt die Existenz einiger rationaler Marktteilnehmer, um andere Marktteilnehmer mit Verhaltensabweichungen vor den Auswirkungen ihrer eigenen Fehler zu schützen.¹³⁸¹ Dieses Argument ist in sich schlüssig. Es greift aber nicht, wenn die Marktgegenseite zwischen den unterschiedlichen Gruppen von Marktteilnehmern differenzieren kann,¹³⁸² wenn alle Marktteilnehmer Verhaltensabweichungen unterliegen¹³⁸³ oder wenn Marktteilnehmer aufgrund von Verhaltensabweichungen erhöhte Vorbehaltspreise¹³⁸⁴ haben.¹³⁸⁵

Verhaltensabweichungen können für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts im Aggregat zweitens irrelevant sein, wenn die Marktgegenseite auf solche Verhaltensabweichungen angemessen reagiert. So können Unternehmen versuchen, unterschiedlichen Typen von Konsumenten unterschiedliche Verträge anzubieten.¹³⁸⁶ Aus Sicht einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts wäre dies zu begrüßen, wenn Unternehmen den Konsumenten mit Verhaltensabwei-

¹³⁷⁸ Zum Begriff des Gleichgewichts s. oben Teil 2, bei Fn. 114.

¹³⁷⁹ *Schwartz/Wilde*, 127 U. Pa. L. Rev. 630, 638 (1979).

¹³⁸⁰ So *Sovern*, 47 Wm. & Mary L. Rev. 1635, 1668 Fn. 110 (2006). Dazu auch unten Teil 3, Fn. 1385.

¹³⁸¹ *Schwartz/Wilde*, 127 U. Pa. L. Rev. 630, 638 (1979); *Wilde/Schwartz*, Rev. Econ. Stud. 46 (1979), 543; s.a. *Hoffman/Spitzer*, 85 Colum. L. Rev. 991, 1021 (1985); *Bar-Gill/Warren*, 157 U. Pa. L. Rev. 1, 21 f. (2008). Zu einem ähnlichen Problem innerhalb des rationaltheoretischen Modells (manche Konsumenten unterliegen Wechselkosten, andere nicht) s. *Beggs/Klemperer*, *Econometrica* 60 (1992), 651; kartellrechtliche Adaption in *Bechtold*, Kontrolle von Sekundärmärkten, S. 26.

¹³⁸² *Sovern*, 47 Wm. & Mary L. Rev. 1635, 1669 (2006) m.w.N.; *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 765 Fn. 73 (2008); *Edwards*, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol’y 199, 243 (2005); *Bar-Gill/Warren*, 157 U. Pa. L. Rev. 1, 21 f. (2008)

¹³⁸³ *Sovern*, 47 Wm. & Mary L. Rev. 1635, 1669 f. (2006) m.w.N.; *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 765 Fn. 73 (2008); *Edwards*, 14 Cornell J.L. & Pub. Pol’y 199, 243 (2005); *Bar-Gill/Warren*, 157 U. Pa. L. Rev. 1, 21 f. (2008)

¹³⁸⁴ Zu diesem Begriff s. oben Teil 2, Fn. 152.

¹³⁸⁵ Das Argument geht davon aus, dass der marginale Marktteilnehmer, der das Marktgleichgewicht bestimmt, rational handelt. Der marginale Marktteilnehmer ist derjenige mit dem höchsten Vorbehaltspreis, welchen die Marktgegenseite noch bedient. Haben Marktteilnehmer aufgrund von Verhaltensabweichungen (beispielsweise Überoptimismus oder Kontrollillusion) höhere Vorbehaltspreise, kann es sein, dass der marginale Marktteilnehmer Verhaltensabweichungen aufweist. Dann trifft das Argument nicht mehr zu.

¹³⁸⁶ Dazu auf theoretischer Grundlage *Schwartz*, 37 J. Legal Stud. 131 (2008), der zwischen rationalen Konsumenten und Konsumenten mit Verhaltensabweichungen – deren sie sich entweder bewusst sind oder nicht – unterscheidet.

chungen Verträge anbieten würden, welche die negativen Auswirkungen der Verhaltensabweichungen beseitigen. So könnten Unternehmen versuchen, Konsumenten über ihre Verhaltensabweichungen aufzuklären.¹³⁸⁷ In einem solchen Fall entfällt die Notwendigkeit für eine regulatorische Intervention zugunsten dieser Konsumenten.¹³⁸⁸

Ob tatsächlich eine gesetzgeberische Intervention durch zwingendes Vertragsrecht unnötig wird, hängt maßgeblich von den Anreizen ab, welche die Unternehmen in solchen Märkten haben. Seit einigen Jahren beschäftigt sich eine Forschungsrichtung innerhalb der Vertragstheorie und der Industrieökonomie mit Märkten, in denen eine Marktseite rational handelt, während die Marktgegenseite Abweichungen vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell aufweist.¹³⁸⁹ Die Forschungsrichtung firmiert unter den Namen „behavioral contract theory“ und „behavioral industrial organization“. Sie untersucht, in welcher Weise eine rationale Marktseite auf die Verhaltensabweichungen der Marktgegenseite reagiert.¹³⁹⁰ Dabei zeigt sich, dass die rationale Marktseite oftmals einen Anreiz hat, die Verhaltensabweichungen der Marktgegenseite zu ihrem eigenen Vorteil opportunistisch auszunutzen.¹³⁹¹ So mag es für ein Unter-

¹³⁸⁷ *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 758 (2008).

¹³⁸⁸ Auf der Grundlage der Analysen von *Ronald Coase* zur Theorie der Firma kann man sich weitergehend die Frage stellen, ob Verhaltensabweichungen besser innerhalb einer Firma oder auf einem Markt begegnet werden können, s. *Schwartz*, 37 J. Legal Stud. 131, 137 Fn. 8 (2008). Dies wirft unter anderem die Frage auf, inwiefern Organisationen als „debiasing“-Mechanismus wirken können; s. dazu *Jolls/Sunstein*, 35 J. Legal Stud. 199, 217 ff. (2006); *Arten/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1 (2002); *Camerer/Malmendier* in: *Diamond/Vartiainen* (Hrsg.), S. 234, 268 ff.; *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 148 (1997); *Cleveland*, 58 Ala. L. Rev. 299, 332 f. (2006).

¹³⁸⁹ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 264.

¹³⁹⁰ Aus der ökonomischen Literatur seien genannt: *DellaVigna/Malmendier*, Q. J. Econ. 119 (2004), 353; *DellaVigna/Malmendier*, Am. Econ. Rev. 96 (2006), 694; *DellaVigna*, J. Econ. Lit. 47 (2009), 315, 360 ff.; *Gabaix/Laibson*, Q. J. Econ. 112 (2006), 505; *Heidhues/Köszegi*, Am. Econ. Rev. 98 (2008), 1245; *Heidhues/Köszegi*; *Oster/Scott Morton*, B.E. J. Econ. Analysis & Pol’y: Adv. 5 (2005), Artikel 1; *Spiegler*, Rev. Econ. Stud. 73 (2006), 1113; *Eliasz/Spiegler*, Rev. Econ. Stud. 73 (2006), 689; *O’Donoghue/Rabin*, Am. Econ. Rev. 89 (1999), 103; *Armstrong*, S. 27 ff.; *Sandner*; *Simonsohn/Ariely*, Mgmt. Sci. 54 (2008), 1624; einen Überblick bietet *Ellison* in: *Blundell/Newey/Persson* (Hrsg.), S. 143. Aus der rechtsökonomischen Literatur seien genannt: *Hanson/Kysar*, 74 N.Y.U. L. Rev. 630 (1999); *Bar-Gill*, 98 Nw. U. L. Rev. 1373 (2004); *Bar-Gill*, 73 U. Chi. L. Rev. 33 (2006); *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749 (2008); *Bar-Gill*, S. 11 ff.; *Engel/McCoy*, 80 Tex. L. Rev. 1255 (2002); *Block-Lieb/Janger*, 84 Tex. L. Rev. 1483, 1556 ff. (2006); *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431 (2006); *Korobkin*, 70 U. Chi. L. Rev. 1203 (2003); *Ramsay* in: *Howells/Janssen/Schulze* (Hrsg.), S. 47, 53 f.; *Bechtold*, Kontrolle von Sekundärmärkten, S. 38 ff.

¹³⁹¹ Dazu *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 758 ff., 765 ff., 784 ff. (2008). Zur Frage, ob die rationale Marktseite dazu faktisch gezwungen wird, weil sich durch die Verhaltensabweichungen der Marktgegenseite wettbewerbliche Gleichgewichte verschieben, s. *Bar-Gill*, 98 Nw. U. L. Rev. 1373, 1376, 1401 ff. (2004); *Bar-Gill*, 73 U. Chi. L. Rev. 33, 34 f. (2006). Dabei stellt sich auch das normative Problem, inwiefern die Reaktion auf Verhaltensabweichungen als ein Ausnutzen von Fehlern oder als die bloße Reaktion auf tatsächlich existierende Präfe-

nehmen gewinnmaximierend sein, Konsumenten nicht über ihre Verhaltensabweichungen aufzuklären. Daher kann nicht allgemein gesagt werden, dass die Auswirkungen der Verhaltensabweichungen von Marktteilnehmern regelmäßig durch die rational handelnde Marktgegenseite minimiert werden.¹³⁹² Im Gegenteil: Sie werden oftmals ausgenutzt und maximiert.

Verhaltensabweichungen könnten für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts drittens irrelevant sein, wenn sie sich im Aggregat gegenseitig aufheben. Dieses Argument wird von Vertretern des rationaltheoretischen Verhaltensmodells mitunter angeführt.¹³⁹³ Dieser Standpunkt lässt sich heute nicht mehr aufrecht erhalten. Das Argument würde nur überzeugen, wenn Verhaltensabweichungen in einer Gesellschaft *zufällig* verteilt wären. Dann könnten sie sich im Aggregat gegenseitig aufheben. Die psychologische Forschung hat gezeigt, dass Verhaltensabweichungen *systematisch* auftreten, dass also viele Marktteilnehmer in den gleichen Situationen die gleichen Abweichungen aufweisen.¹³⁹⁴ Von einer zufälligen Verteilung von Verhaltensabweichungen kann keine Rede sein. Damit können Verhaltensabweichungen Marktgleichgewichte beeinflussen.¹³⁹⁵

Verhaltensabweichungen könnten für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts schließlich irrelevant sein, wenn ökonomische Gleichgewichtsmodelle zeigen würden, dass individuelle Verhaltensabweichungen im Aggregat verschwinden. Tatsächlich gibt es Fälle, in denen individuelle Abweichungen vom rationalen Verhaltensmodell wenig Auswirkungen auf aggregierte Gleichgewichtszustände haben. Trotz individueller Verhaltensabweichungen verhält sich die Gesellschaft im Aggregat dann so, wie es die auf dem rationaltheoretischen Verhaltensmodell aufbauende Wohlfahrtstheorie vorhersagt. Diese Erkenntnis wurde durch ökonomische Modelle, Experimente und Computersimulationen abgesichert.¹³⁹⁶

renzen aufgefasst werden muss; dazu *Schwartz*, 37 J. Legal Stud. 131, 137 f., 153 (2008); *Bechtold*, Kontrolle von Sekundärmärkten, S. 44. Dazu auch unten Teil 4, A.III.1, S. 322.

¹³⁹² Ein weiteres Problem dieser Forschungsrichtung ist, dass sie systematisch die Frage ausblendet, ob Unternehmen – beziehungsweise die im Unternehmen angestellten Personen – nicht auch Verhaltensabweichungen unterliegen.

¹³⁹³ Exemplarisch *Posner*, S. 17: „Economics is concerned with explaining and predicting tendencies and aggregates rather than the behavior of each individual; and in a reasonably large sample, random deviations from normal rational behavior will cancel out“; *Posner*, 50 Stan. L. Rev. 1551, 1556 f. (1998); *Epstein*, 73 U. Chi. L. Rev. 111, 121 (2006).

¹³⁹⁴ *Fehr/Tyran*, J. Econ. Persp. 19 (4) (2005), 43; *Camerer*, Am. Econ. Rev. 77 (1987), 981, 982; *Prentice*, 56 Vand. L. Rev. 1663, 1725 (2003); *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 767 (2008); *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 220; s. a. oben Teil 2, bei Fn. 88.

¹³⁹⁵ *Fehr/Tyran*, J. Econ. Persp. 19 (4) (2005), 43. Ob aus der Tatsache, dass Verhaltensabweichungen systematisch auftreten, normative Schlüsse gezogen werden können, ist eine der Grundfragen der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts; dazu unten Teil 4, bei Fn. 91 ff.

¹³⁹⁶ *Fehr/Tyran*, *Econometrica* 76 (2008), 353 f. Dazu grundlegend *Becker*, J. Pol. Econ. 70 (1962), 1, der auf S. 8 meint: „Households may be irrational and yet markets quite rational“. Während *Gary Becker* im Modell zeigte, dass die Vorhersagen der ökonomischen Theorie auf

Auf dieser Grundlage wird auch in juristischem Zusammenhang mitunter argumentiert, individuelle Verhaltensabweichungen von Marktteilnehmern spielen für die juristische Beurteilung eines Sachverhaltes keine Rolle, da sie durch die korrigierenden Kräfte des Wettbewerbs im Aggregat ausgeglichen würden.¹³⁹⁷ Allerdings lässt sich diese ökonomische Gleichgewichtsanalyse nicht verallgemeinern. Andere Arbeiten haben auf plausible Konstellationen hingewiesen, in denen individuelle Verhaltensabweichungen von Marktteilnehmern durch die Kräfte des Wettbewerbs nicht korrigiert werden.¹³⁹⁸ Mitunter kann selbst eine kleine Anzahl von Marktteilnehmern mit Verhaltensabweichungen ausreichen, um aggregierte Gleichgewichtszustände erheblich zu beeinflussen. Dabei ist von besonderer Bedeutung, dass schon kleine Verhaltensabweichungen von wenigen Marktteilnehmern zu überproportional starken Auswirkungen im Aggregat führen können. Die bloße Addition dieser Verhaltensabweichungen ist kleiner als die tatsächlichen Auswirkungen im Aggregat.¹³⁹⁹ Diese theoretischen

dem Aggregatlevel auch zutreffen, wenn Individuen keine vollständig rationalen Maximierer ihres eigenen Nutzens sind, zeigte *Vernon Smith* experimentell, dass diese Vorhersagen auch zutreffen, wenn die Marktteilnehmer außerhalb einer *Walras*-Auktion interagieren, s. *Smith*, *J. Pol. Econ.* 70 (1962), 111; *Smith*, *Am. Econ. Rev.* 72 (1982), 932. Zu dieser Unterscheidung s. *Gode/Sunder*, *J. Pol. Econ.* 101 (1993), 119, 120. In einer Zusammenführung beider Ansätze zeigten *Gode/Sunder*, *J. Pol. Econ.* 101 (1993), 119, in einer Computersimulation, dass Marktteilnehmer selbst dann ein allokatationseffizientes Gleichgewicht erreichen können, wenn sie nicht nur irrational, sondern vollständig zufällig handeln. Es genügt, wenn sie einer Budgetbeschränkung unterliegen. Dies zeigt, dass unter gewissen Voraussetzungen die Anforderungen an das Verhaltensmodell einer Ökonomie sehr gering sein können, ohne dass dadurch im Aggregat Effizienz einbußen hingenommen werden müssen; s. *Gode/Sunder*, *J. Pol. Econ.* 101 (1993), 119, 136. Aufbauend darauf *Jamal/Sunder*, *J. Econ. Behav. & Organ.* 31 (1996), 273, bezüglich Märkten, die von Unsicherheit geprägt sind und auf denen Marktteilnehmer Heuristiken verwenden. S. weiterhin *García/Sangiorgi/Urošević*, *Econ. Theory* 30 (2007), 313, bezüglich überoptimistischen Marktteilnehmern; *Fehr/Tyran*, *J. Econ. Persp.* 19 (4) (2005), 43 f.; *Camerer/Fehr*, *Science* 311 (2006), 47; *Knez/Smith/Williams*, *Am. Econ. Rev.* 75 (1985), 397.

¹³⁹⁷ In diese Richtung beispielsweise *Schwartz*, 97 *Yale L.J.* 357 (1988).

¹³⁹⁸ *Haltiwanger/Waldman*, *Am. Econ. Rev.* 75 (1985), 326; *Haltiwanger/Waldman*, *Q. J. Econ.* 104 (1989), 463; *Possen/Puhakka*, *Bull. Econ. Res.* 49 (1997), 231 (jeweils bezüglich Marktteilnehmern mit unterschiedlicher Kapazität der Informationsverarbeitung); *Akerlof/Yellen*, *Q. J. Econ.* 100 (1985), 823 (bezüglich Marktteilnehmern mit unterschiedlicher Reaktionsgeschwindigkeit); *Russell/Thaler*, *Am. Econ. Rev.* 75 (1985), 1071; *Russell/Thaler*, *Am. Econ. Rev.* 77 (1987), 499 (bezüglich Marktteilnehmern mit unterschiedlicher Nutzenfunktion). Weitere Literaturhinweise finden sich in *Akerlof/Yellen*, *Am. Econ. Rev.* 75 (1985), 708, 709.

¹³⁹⁹ Grundlegend die „near-rationality theory“ von *Akerlof/Yellen*, *Am. Econ. Rev.* 75 (1985), 708. Bei *George Akerlof* und *Janet Yellen* ist dies eine Anwendung des Umhüllungssatzes („envelope theorem“), der in der rechtsökonomischen Debatte ein Schattendasein führt. Im hiesigen Zusammenhang ist die Idee des Umhüllungssatzes, dass Verhaltensabweichungen einzelner Marktteilnehmer zu großen ökonomischen Folgen im Aggregat führen können. Wettbewerb kann die Verhaltensabweichungen der einzelnen Marktteilnehmer nicht korrigieren, weil die negativen Auswirkungen der Abweichungen für den jeweiligen Marktteilnehmer gering sind; s. *Cleveland*, 58 *Ala. L. Rev.* 299, 331 (2006). Zu den theoretischen

Ergebnisse ökonomischer Modelle wurden wiederum durch experimentelle Studien abgesichert.¹⁴⁰⁰

d) Zusammenfassung

Insgesamt zeigt sich, dass es Situationen gibt, in denen Verhaltensabweichungen von Marktteilnehmern für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts irrelevant sind, weil die Marktteilnehmer diese entweder selbst beseitigen können oder weil diese im Aggregat eines Wettbewerbsmarkts verschwinden. Ob dies der Fall ist, ist auf theoretischer Ebene von vielen Einzelumständen abhängig.¹⁴⁰¹ Ob in einem bestimmten Markt Verhaltensabweichungen von Marktteilnehmern im Aggregat eine Rolle spielen oder nicht, kann derzeit nur empirisch beantwortet werden.¹⁴⁰²

Daher kann nicht einfach angenommen werden, dass sich Marktteilnehmer im Aggregat so verhalten, als würde jeder individuell vollständig rational seinen eigenen Nutzen maximieren.¹⁴⁰³ Vielmehr muss zunächst untersucht werden, welche Rolle mögliche Verhaltensabweichungen in einer spezifischen Marktsituation spielen.¹⁴⁰⁴ Diese Erkenntnis muss dann in Modellen und experimentellen Untersuchungen berücksichtigt werden.¹⁴⁰⁵ Daraus eine modellhaft und empirisch abgesicherte Theorie der Auswirkungen von Verhaltensabweichungen im Aggregat zu entwickeln, ist noch ein offener Forschungsgegenstand der Ökonomie.¹⁴⁰⁶

schen Grundlagen des Umhüllungssatzes s. *Mas-Colell/Whinston/Green*, S. 69, 964 ff. Kartellrechtliche Adaptionen bei *Ayres*, 17 *Miss. C.L. Rev.* 21 (1996); *Hellwig* in: Basedow (Hrsg.), S. 121. S. a. *Stiglitz*, *Quart. J. Econ.* 115 (2000), 1441, 1455, m.w.N.

¹⁴⁰⁰ *Camerer*, *Am. Econ. Rev.* 77 (1987), 981 (bezüglich Marktteilnehmern, die teilweise der so genannten „Repräsentationsheuristik“ unterliegen und bedingte Wahrscheinlichkeiten nicht nach dem *Bayes'schen* Gesetz berechnen); *Fehr/Tyran*, *Econometrica* 76 (2008), 353 (bezüglich Anker-Effekten); s. a. *Gneezy/Kapteyn/Potters*, *J. Fin.* 58 (2003), 821; *Fehr/Tyran*, *J. Econ. Persp.* 19 (4) (2005), 43; *Camerer/Fehr*, *Science* 311 (2006), 47.

¹⁴⁰¹ *Conlisk*, *J. Econ. Lit.* 34 (1996), 669, 679; *Kaplow*, *B.E. J. Econ. Anal. & Pol'y: Adv.* 8 (1) (2008), Artikel 40, S. 25 f.: „Overall, departures from results in models with homogeneous preferences depend on a variety of factors. Different ways in which preferences might vary have qualitatively different effects, even in opposite directions. Furthermore, preference differences interact with each other and with the various policy instruments in complex and subtle ways. The problem of heterogeneous preferences is indeed heterogeneous.“

¹⁴⁰² *Latin*, 41 *UCLA L. Rev.* 1193 (1994), 1255 f.; *Camerer*, *Am. Econ. Rev.* 77 (1987), 981; *Fehr/Tyran*, *J. Econ. Persp.* 19 (4) (2005), 43, 63; *Bar-Gill*, 92 *Minn. L. Rev.* 749, 755, 761 (2008); *Tversky/Kahneman*, *J. Bus.* 59 (1986), S251, S275; s. a. *Camerer/Fehr*, *Science* 311 (2006), 47, 52.

¹⁴⁰³ *Fehr/Tyran*, *J. Econ. Persp.* 19 (4) (2005), 43, 63; *Russell/Thaler*, *Am. Econ. Rev.* 75 (1985), 1071, 1080; *Latin*, 41 *UCLA L. Rev.* 1193 (1994), 1255 f.

¹⁴⁰⁴ *Fehr/Tyran*, *J. Econ. Persp.* 19 (4) (2005), 43, 63.

¹⁴⁰⁵ *Fehr/Tyran*, *J. Econ. Persp.* 19 (4) (2005), 43, 63 f.; *Kaplow*, *B.E. J. Econ. Anal. & Pol'y: Adv.* 8 (1) (2008), Artikel 40, S. 25.

¹⁴⁰⁶ S. die Einschätzung von *Fehr/Tyran*, *J. Econ. Persp.* 19 (4) (2005), 43, 63 f.; *Epstein*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 111, 130 (2006). Exemplarisch zum gegenwärtigen Stand der Forschung *Fehr/*

*2. Heterogenität aus Sicht einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts**a) Einführung*

Heterogene Präferenzen beruhen unter anderem auf Verhaltensabweichungen vom rational-theoretischen Verhaltensmodell, die bei unterschiedlichen Marktteilnehmern unterschiedlich stark ausgeprägt sind. Zwar können die Interaktionen auf Wettbewerbsmärkten dazu führen, dass die Verhaltensabweichungen bei den individuellen Marktteilnehmern oder im Aggregat verschwinden. Dies hängt aber von den Umständen des Einzelfalls ab und kann nicht allgemein angenommen werden.¹⁴⁰⁷ Will sich eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts mit den Grenzen zwingenden Vertragsrechts beschäftigen, kommt sie daher nicht umhin, die Konsequenzen zu untersuchen, die heterogene Regelungsadressaten auf zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument haben. Dabei ist zunächst zu analysieren, wie der Gesetzgeber mit dem Problem heterogener Regelungsadressaten umgehen kann (unten Teil 3, E.II.2.b), S. 278). Danach ist zu untersuchen, wie Rechtsprechung und Lehre damit umgehen können (unten Teil 3, E.II.2.c), S. 293).

b) Differenzierung durch den Gesetzgeber

Will der Gesetzgeber einen Sachverhalt durch zwingendes Vertragsrecht regulieren, kann er zunächst versuchen, der Heterogenität seiner Regelungsadressaten durch die Bildung von Kategorien Herr zu werden (unten Teil 3, E.II.2.b) aa), S. 279). Stößt dieser Regulierungsansatz an seine Grenzen, kann er Flexibilisierungsinstrumente einsetzen (unten Teil 3, E.II.2.b) bb), S. 287). Beides soll im Folgenden anhand von Beispielen aus dem Kapitalmarkt- und Bankrecht erläutert werden.¹⁴⁰⁸

Tyran, *Econometrica* 76 (2008), 353, 389: „There is now considerable evidence indicating that a share of the people are not fully rational, but in strategic interactions, aggregate outcomes are more than just the summation of individual behavior. Therefore, it is, in principle, possible that a large fraction of boundedly rational agents nevertheless will end up in a situation that is predicted by rational choice models. Yet it is also possible that a small share of boundedly rational agents have a large effect on the behavior of the rational agents, so that aggregate behavior is driven away from the rational prediction.“ Die Analyse wird zusätzlich dadurch erschwert, dass rationale Marktteilnehmer unter gewissen Voraussetzungen einen Anreiz haben können, das Verhalten von Marktteilnehmern mit Verhaltensabweichungen zu imitieren; s. dazu *Fehr/Tyran*, *J. Econ. Persp.* 19 (4) (2005), 43. Die Annahme homogener Präferenzen mag nur dann wirklich überzeugen, wenn es eine große Gruppe von Marktteilnehmern mit homogenen Präferenzen gibt, die das Gleichgewicht überdurchschnittlich stark prägen, s. *Haltiwanger/Waldman*, *Am. Econ. Rev.* 75 (1985), 326, 328.

¹⁴⁰⁷ Dazu oben Teil 3, E.II.1, S. 267.

¹⁴⁰⁸ Allgemein zur Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, C, S. 8.

aa) Kategorisierung

Das Kapitalmarkt- und Bankrecht kennt keinen homogenen Anleger. „Den“ Anleger gibt es nicht.¹⁴⁰⁹ Erfahrungen, Kenntnisstand und finanzielle Möglichkeiten variieren nicht nur zwischen Unternehmern und Privatanlegern. Sie variieren auch innerhalb dieser Gruppen. Auf der einen Seite ruft die heterogene Struktur der Anlegerschaft nach einem differenzierten Anlegerschutz.¹⁴¹⁰ Auf der anderen Seite verbieten Gesichtspunkte der Praktikabilität¹⁴¹¹ und der Rechtssicherheit eine zu starke Ausdifferenzierung.

In diesem Spannungsfeld stellt sich die allgemeine Frage, in welchem Umfang zwingende Aufklärungs-, Beratungs- und Informationspflichten auf individuelle Anleger oder zumindest auf bestimmte Anlegergruppen zugeschnitten werden sollen.¹⁴¹² Zwar wird aus Praktikabilitätsgründen oftmals auf den durchschnittlichen Anbieter abgestellt.¹⁴¹³ Allerdings lässt sich zunehmend die Strategie des Gesetzgebers beobachten, die Heterogenität von Anlegern durch ausdifferenzierte gesetzliche Regelungen aufzufangen.

Dies lässt sich im Wertpapierprospektrecht beobachten. Gemäß § 3 Abs. 1, 3 des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG),¹⁴¹⁴ das die europäische Prospekttrichtlinie umsetzt,¹⁴¹⁵ muss bei einem öffentlichen Angebot¹⁴¹⁶ von Wertpapieren in Deutschland und bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem inländisch organisierten Markt ein Prospekt nach Maßgabe des WpPG veröffentlicht werden.¹⁴¹⁷ Allerdings ist der Anbieter eines Wertpapiers gemäß § 3 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 S. 1 Nr. 1 WpPG von der Veröffentlichung eines Prospekts befreit, wenn sich sein Angebot ausschließlich an qualifizierte Anleger im Sinne

¹⁴⁰⁹ *Fleischer*, Anlegerschutz, Gutachten Juristentag, S. F21.

¹⁴¹⁰ *Fleischer*, Anlegerschutz, Gutachten Juristentag, S. F22; *Hopt*, S. 414 f.

¹⁴¹¹ Dazu *Choi/Pritchard*, 56 Stan. L. Rev. 1, 58 (2003).

¹⁴¹² Dazu allgemein *Fleischer* in: Schulte-Nölke/Schulze (Hrsg.), S. 171, 175; *Rehberg* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284, 324 f., 340. Zum verwandten Problem der Individualisierung von Instruktionspflichten im Bereich der Produzentenhaftung s. *Wagner* in: Münchener Kommentar BGB, § 823 Rdnr. 640.

¹⁴¹³ *Grunewald*, AcP 190 (1990), 609, 614.

¹⁴¹⁴ S. dazu das Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BGBl. I Nr. 36 vom 27.6.2005, S. 1698.

¹⁴¹⁵ Prospekttrichtlinie, ABl. EG Nr. L 345 vom 31.12.2003, S. 64. Allgemein zum WpPG *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81; *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498; *Schnorbus*, AG 2008, 389; *von Rosen* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 2 Rdnr. 149 ff.; *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068. Zur Prospekttrichtlinie s. *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501; *Sandberger*, EWS 2004, 297; monographisch *Wiegel*.

¹⁴¹⁶ Zum Begriff des öffentlichen Angebots und zur Abgrenzung zur Privatplatzierung s. *Schnorbus*, AG 2008, 389, 391 ff.

¹⁴¹⁷ Die inhaltlichen Anforderungen an das Prospekt sind in der Prospektverordnung, ABl. EG Nr. L 186 vom 18.7.2005, S. 3, geregelt, s. § 7 WpPG; *von Rosen* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 2 Rdnr. 164 ff.; *Meyer* in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), § 30 Rdnr. 19 ff.; *Wiegel*, S. 211 ff. Zu den Folgen fehlerhafter Prospektinformation s. *Assman* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 6; *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1639 ff.; *Wiegel*, S. 402 ff.

des § 2 Nr. 6 WpPG richtet.¹⁴¹⁸ Qualifizierte Anleger sind unter anderem Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Großunternehmen, Versicherungen und Regierungen. Die Ausnahme von der Prospektpflicht rechtfertigt sich daraus, dass diese Anlegergruppen ausreichend vorgebildet sind und über entsprechende Informationsquellen verfügen.¹⁴¹⁹

Noch deutlicher lässt sich die Tendenz zur Kategorisierung von Anlegern als Mittel, um der Heterogenität von Anlegern Herr zu werden, bei der europäischen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und deren Umsetzung im WpHG beobachten. Die Finanzmarktrichtlinie,¹⁴²⁰ die im April 2004 in Kraft getreten ist,¹⁴²¹ ersetzt die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie aus dem Jahr 1993¹⁴²² und stellt den vorläufigen Abschluss des europäischen Aktionsplans für Finanzdienstleistungen¹⁴²³ dar, der unter anderem durch die Marktmissbrauchs-Richtlinie,¹⁴²⁴ die Prospekt-Richtlinie¹⁴²⁵ und die Transparenz-Richtlinie¹⁴²⁶ umgesetzt wurde.¹⁴²⁷ Die Finanzmarktrichtlinie wird im Rahmen des mehrstufigen *Lamfalussy*-Verfahrens durch eine Durchführungsrichtlinie¹⁴²⁸ sowie eine Durchführungsverordnung¹⁴²⁹ ergänzt.¹⁴³⁰ Die Finanzmarktrichtlinie und ihre Durchführungsrichtlinie wurden zum 1. November 2007 durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG)¹⁴³¹ in deutsches Recht umgesetzt.¹⁴³²

¹⁴¹⁸ Dazu *Schnorbus*, AG 2008, 389, 403; *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 500; *Wiegel*, S. 169 ff. Diese Ausnahme bezieht sich nur auf öffentliche Angebote, nicht auf die Börsenzulassung von Wertpapieren; s. dazu § 3 Abs. 1 S. 2, Abs. 3, § 4 Abs. 2 WpPG; *Schnorbus*, AG 2008, 389, 406 ff. Zur restriktiveren Parallele des „qualified institutional buyer“ im U.S. Securities Act s. 17 C.F.R. § 230.144a („Rule 144A“ unter der Section 5 des Securities Act); *Werlen* in: *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.), § 37 Rdnr. 67 ff.

¹⁴¹⁹ *Schnorbus*, AG 2008, 389, 403; s. a. Erwägungsgrund 16 der Prospekttrichtlinie; kritisch *Wiegel*, S. 208 ff. Zu der Regelung s. a. unten Teil 3, bei Fn. 1500 ff.

¹⁴²⁰ Auch MiFID-Richtlinie genannt.

¹⁴²¹ Finanzmarktrichtlinie, ABl. EG Nr. L 145 vom 30.4.2004, S. 1.

¹⁴²² Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ABl. EG Nr. L 141 vom 11.6.1993, S. 27.

¹⁴²³ Europäische Kommission, KOM (1999) 232.

¹⁴²⁴ Marktmissbrauchsrichtlinie, ABl. EG Nr. L 96 vom 12.4.2003, S. 16.

¹⁴²⁵ Prospekttrichtlinie, ABl. EG Nr. L 345 vom 31.12.2003, S. 64.

¹⁴²⁶ Transparenzrichtlinie, ABl. EG Nr. L 390 vom 31.12.2004, S. 38

¹⁴²⁷ Dazu nur *Schmolke*, NZG 2005, 912, 914. Zur Entstehungsgeschichte der Finanzmarktrichtlinie s. *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1749, 1750 f.; *Fleischer*, BKR 2006, 389 ff.; *Sethe*, S. 468 ff.

¹⁴²⁸ Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie, ABl. EG Nr. L 241 vom 2.9.2006, S. 26.

¹⁴²⁹ Finanzmarkt-Durchführungsverordnung, ABl. EG Nr. L 241 vom 2.9.2006, S. 1.

¹⁴³⁰ Zu diesem Zusammenspiel, der Bedeutung flexibler Regulierungsinstrumente in diesem Bereich und zum *Lamfalussy*-Verfahren, s. *Schmolke*, NZG 2005, 912; *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425 f.; *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1749, 1750; *Fleischer*, BKR 2006, 389, 390 f.; *Sethe*, S. 450 ff.; *Möllers*, ZEuP 2008, 480.

¹⁴³¹ Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BGBl. I Nr. 31 vom 16.7.2007, S. 1330.

¹⁴³² *Holzborn/Israel*, NJW 2008, 791; *Balzer*, ZBB 2007, 333; *Weichert/Wenninger*, WM

Die Finanzmarktrichtlinie soll unter anderem den Schutz von Anlegern gegenüber Wertpapierdienstleistungsunternehmen¹⁴³³ stärken.¹⁴³⁴ Heute drängen immer mehr Anleger auf Finanzmärkte, auf denen ein immer weniger überschaubares Spektrum an Dienstleistungen und Finanzinstrumenten zur Auswahl steht.¹⁴³⁵ Vor diesem Hintergrund erlegt die Richtlinie Wertpapierdienstleistungsunternehmen umfangreiche Wohlverhaltenspflichten in Form von Informations- und Erkundigungspflichten auf, die zu einem effektiven Anlegerschutz führen sollen.¹⁴³⁶

Die Finanzmarktrichtlinie regelt Fragen des Anlegerschutzes insbesondere im Rahmen ihrer Vorschriften zu Kundenklassifikation und -information, s. Art. 19–24 Finanzmarktrichtlinie, §§ 31 ff. WpHG. Gemäß Art. 19 Abs. 1 der Richtlinie sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden zu handeln. Welche konkreten Pflichten daraus folgen, hängt von der Klassifikation des Kunden in drei Kategorien ab.

Der professionelle Kunde verfügt über hinreichende Erfahrung und Sachverstand, um die Risiken einer Anlageentscheidung selbst beurteilen zu können, s. Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 und Anhang II der Finanzmarktrichtlinie, § 31a Abs. 2 WpHG. Darunter fallen beispielsweise Kreditinstitute, Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, große Unternehmen, Regierungen sowie andere institutionelle Anleger.¹⁴³⁷ Aufgrund des geringeren Schutzbedürfnisses unterliegen Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei solchen Kunden nur eingeschränkten Informationspflichten und eingeschränkten Pflichten bei der Auftragsausführung. Dagegen genießt der Kleinanleger, den die Finanzmarktricht-

2007, 627; *Jordans*, WM 2007, 1827; *Spindler/Kasten*, WM 2007, 1245; *Kasten*, BKR 2007, 261; *Eisele*, JZ 2008, 477; *Mülbert*, ZHR 172 (2008), 170.

¹⁴³³ Während die Finanzmarktrichtlinie von Wertpapierfirmen spricht, verwendet das deutsche Umsetzungsgesetz den Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens. Zum Begriff der Wertpapierfirma in der Finanzmarktrichtlinie s. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 der Richtlinie. Zum Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens im deutschen WpHG s. § 2 Abs. 4 WpHG.

¹⁴³⁴ Insgesamt ist das Anliegen der Finanzmarktrichtlinie sehr weitreichend. Es geht um Anlegerschutz sowie Liberalisierung, Transparenz und Marktintegrität im Wertpapierhandel. Die Richtlinie wird mitunter als „kapitalmarktrechtliche Verfassung“ bezeichnet, so *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1749. Einen Überblick über die Änderungen im Kapitalmarkt- und Bankrecht durch die Finanzmarktrichtlinie geben *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425; *Duwe/Keller*, BB 2006, 2477; *Duwe/Keller*, BB 2006, 2537; *Assmann*, ÖBA 2007, 40; *Fleischer*, BKR 2006, 389; *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1749; *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1797; *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785; *Roth/Loff*, WM 2007, 1249; *Seyfried*, WM 2006, 1375; *Moloney*, EBOR 2005, 341; *Vogel*, S. 172 ff.

¹⁴³⁵ Erwägungsgrund Nr. 2 der Finanzmarktrichtlinie, ABl. EG Nr. L 145 vom 30.4.2004, S. 1.

¹⁴³⁶ Zur Frage, inwiefern die relevanten Vorschriften vertragsrechtlicher Natur sind, s. unten Teil 3, bei Fn. 1477 ff.

¹⁴³⁷ Dazu im Detail Anhang II Abschnitt I der Finanzmarktrichtlinie, ABl. EG Nr. L 145 vom 30.4.2004, S. 1.

linie in Abgrenzung zum professionellen Kunden negativ definiert (s. Art. 4 Abs. 1 Nr. 12 Finanzmarktrichtlinie, § 31a Abs. 3 WpHG), ein hohes Schutzniveau. Dazwischen liegt die so genannte „geeignete Gegenpartei“, die eine Unterkategorie der professionellen Kunden darstellt, s. Art. 24 Finanzmarktrichtlinie, § 31a Abs. 4 WpHG.¹⁴³⁸

Diese in Kontinentaleuropa neuartige¹⁴³⁹ Kundenklassifikation stellt auf Vorkenntnisse und die Professionalität der Kunden ab und beeinflusst das Schutzniveau, das ein Anleger genießt. Durch die Kundenklassifikation soll vermieden werden, dass Anleger mit hohem Kenntnisstand und breiter Erfahrung mehr – oftmals belastenden – Schutz erfahren, als sie benötigen. Auch soll vermieden werden, dass unerfahrene Anleger weniger Schutz erhalten, als erforderlich ist.¹⁴⁴⁰

Die Kundenklassifikation beeinflusst den Umfang der Informationspflichten, welche die Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegenüber ihren Kunden haben.¹⁴⁴¹ So erlegen Art. 30 ff. der Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie Wertpapierdienstleistungsunternehmen umfangreiche Informationspflichten zum Schutz von Kleinanlegern auf.¹⁴⁴² Professionelle Kunden kommen nur in Ausnahmefällen und nur in modifizierter Form in den Genuss der Informationspflichten, s. Art. 29 Abs. 3, Art. 31, 32 Abs. 5 f. Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie.¹⁴⁴³ Die Informationspflichten sind damit hinsichtlich Kleinanlegern sehr viel umfassender ausgestaltet als hinsichtlich professioneller Kunden.¹⁴⁴⁴ Innerhalb dieser Kundenklassifikationen differenziert die Finanzmarktrichtlinie nicht weiter. Vielmehr müssen gemäß Art. 27 Abs. 2 Unterabs. 3 Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie Informationen der Wertpapierdienstleistungsunter-

¹⁴³⁸ Aufgrund des beschränkten Anwendungsbereichs soll auf diese dritte Kundenkategorie im Folgenden nicht weiter eingegangen werden. Dazu *Koller* in: *Assmann/Schneider* (Hrsg.), § 31a Rdnr. 7; *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2428; *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785, 1798; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1377 f.; *Fleischer*, BKR 2006, 389, 394.

¹⁴³⁹ Zu ähnlichen Modellen in Großbritannien s. *Kasten*, BKR 2007, 261 Fn. 5; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1377, jeweils m.w.N.

¹⁴⁴⁰ *Seyfried*, WM 2006, 1375.

¹⁴⁴¹ Erwägungsgrund Nr. 45 der Finanzmarkt-Durchführungsverordnung, ABl. EG Nr. L 241 vom 2.9.2006, S. 1. Dazu *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2430 ff. Die Anlageberatung zählt nach der Finanzmarktrichtlinie zu den zulassungspflichtigen Tätigkeiten einer Wertpapierfirma, s. Art. 4 Abs. 1 Nr. 4, Art. 6 Abs. 1 Finanzmarktrichtlinie, § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG, § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG, *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1749, 1752; *Holzborn/Israel*, NJW 2008, 791, 792; *Balzer*, ZBB 2007, 333, 334; *Fleischer*, BKR 2006, 389, 392.

¹⁴⁴² Allerdings ist zu beachten, dass sich Kleinanleger zunehmend an Informationsintermediäre – Analysten, Berater, Investmentgesellschaften, Pensionsfonds und Ähnliche – wenden, von deren Informations- und Erfahrungsvorsprung sie profitieren wollen. In einem solchen Fall ist fraglich, an wessen Erfahrungshorizont Informationspflichten ausgerichtet werden sollten, s. *Merkt*, ECFR 2004, 3, 28 f.

¹⁴⁴³ Zu den Einzelheiten *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2430 f.; *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785, 1799 f.

¹⁴⁴⁴ *Seyfried*, WM 2006, 1375 f.

nehmen für einen *durchschnittlichen* Angehörigen jener Kundengruppe verständlich sein, an die die Informationen gerichtet sind.¹⁴⁴⁵

Die Kundenklassifikation beeinflusst nicht nur den Umfang von Informationspflichten. Sie bestimmt auch den Umfang sonstiger Wohlverhaltensregeln von Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Anlageberatung oder dem Portfoliomanagement. Grundsätzlich muss das Unternehmen in solchen Fällen seine Dienstleistung an den Anlagezielen, den finanziellen Möglichkeiten und der Erfahrung des Kunden ausrichten (Geeignetheitsprüfung, s. Art. 19 Abs. 4 Finanzmarktrichtlinie, Art. 35 Abs. 1 Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie). Bei professionellen Kunden wird allerdings mitunter vermutet, dass der Kunde über Erfahrungen im Umfang mit entsprechenden Wertpapieren besitzt und über entsprechende finanzielle Möglichkeiten verfügt, s. Art. 35 Abs. 2 Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie, § 31 Abs. 9 WpHG. Damit beeinflusst die Kundenklassifikation den Umfang der Wohlverhaltensregeln von Wertpapierdienstleistungsunternehmen.¹⁴⁴⁶

Zusätzlich zu den Klassifikationen aufgrund heterogener Kundentypen differenziert die Finanzmarktrichtlinie auch aufgrund heterogener Auftragsstypen. Bezüglich Anlage- und Portfolioberatung treffen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen umfassende Informationseinholungspflichten, s. Art. 19 Abs. 4 Finanzmarktrichtlinie, § 31 Abs. 4 WpHG.¹⁴⁴⁷ Bezüglich sonstiger Wertpapierdienstleistungen gelten geringere Anforderungen, s. Art. 19 Abs. 5 f. Finanzmarktrichtlinie, § 31 Abs. 5, 7 WpHG.¹⁴⁴⁸ So erlauben Art. 19 Abs. 5 Finanzmarktrichtlinie, Art. 36 Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie beziehungsweise § 31 Abs. 5 WpHG, § 6 Abs. 2 WpDVerOV¹⁴⁴⁹ Wertpapierdienstleistungsunternehmen (beispielsweise Direktbanken), beratungsfrei Kundenaufträge¹⁴⁵⁰ auszuführen, wenn das Unternehmen zuvor zu der Einschätzung gekommen ist, dass die betreffende Dienstleistung oder das betreffende Produkt für den betreffenden Kunden angemessen ist.¹⁴⁵¹ Bei professionellen Kunden wird wiederum vermutet, dass der Kunde Erfahrungen im Umfang mit entsprechenden Wertpapieren

¹⁴⁴⁵ Seyfried, WM 2006, 1375, 1378; Moloney, EBOR 2005, 341, 385. Dazu aus verfassungsrechtlicher Sicht unten Teil 4, bei Fn. 194.

¹⁴⁴⁶ Zum Ganzen Duve/Keller, BB 2006, 2477, 2478; Roth/Loff, WM 2007, 1249, 1252 f.; Balzer, ZBB 2007, 333, 338.

¹⁴⁴⁷ Seyfried, WM 2006, 1375, 1381 f.; Holzborn/Israel, NJW 2008, 791, 794; Balzer, ZBB 2007, 333, 337; Weichert/Wenninger, WM 2007, 627, 629 f.

¹⁴⁴⁸ Roth/Loff, WM 2007, 1249, 1252; Seyfried, WM 2006, 1375, 1381.

¹⁴⁴⁹ Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung, BGBl. I Nr. 32 vom 20.7.2007, S. 1432.

¹⁴⁵⁰ Nicht erfasst sind die Anlageberatung und das Portfolio-Management, s. Art. 19 Abs. 4, 5 Finanzmarktrichtlinie und oben Teil 3, bei Fn. 1447.

¹⁴⁵¹ Dazu Spindler/Kasten, WM 2006, 1797, 1799 f.; Seyfried, WM 2006, 1375, 1382 f.; Moloney, EBOR 2005, 341, 404 f.; Holzborn/Israel, NJW 2008, 791, 794; Balzer, ZBB 2007, 333, 340 f.; Weichert/Wenninger, WM 2007, 627, 631. Zur ungenauen Abgrenzung zwischen Geeignetheit und Angemessenheit in der deutschen Fassung der Finanzmarktrichtlinie und

besitzt, s. Art. 36 Abs. 2 Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie, § 31a Abs. 2 S. 1 WpHG.¹⁴⁵²

Schließlich erlaubt die Richtlinie Wertpapierdienstleistungsunternehmen, ohne jede Beratung und Angemessenheitsprüfung Kundenaufträge auszuführen, wenn es sich um bestimmte nicht-komplexe Finanzinstrumente handelt, die keine Derivate beinhalten, und wenn der Auftrag auf Veranlassung des Kunden¹⁴⁵³ erbracht wird („execution only business“, Art. 19 Abs. 6 Finanzmarkttrichtlinie, Art. 38 Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie, § 31 Abs. 7 WpHG, § 7 WpDVerOV).

In Deutschland gab es vor der Umsetzung der Finanzmarkttrichtlinie im WpHG keine gesetzlichen Kundenklassifikationspflichten im Stil der Art. 19 ff. der Richtlinie.¹⁴⁵⁴ §§ 31 f. WpHG a.F. unterschied weder zwischen unterschiedlichen Kundengruppen noch zwischen verschiedenen Dienstleistungen.¹⁴⁵⁵ Allerdings differenzierten BaFin,¹⁴⁵⁶ Rechtsprechung und Lehre im Rahmen der Generalklausel des § 31 Abs. 2 WpHG a.F. nach Kundengruppen und Dienstleistungen aufgrund von Schutzzwecküberlegungen.¹⁴⁵⁷ So waren Wertpapierdienstleistungsunternehmen unter der Generalklausel des § 31 Abs. 2 WpHG a.F. verpflichtet, von den Kunden Angaben über entsprechende Kenntnisse, Anlageziele und die finanziellen Verhältnisse einzuholen.¹⁴⁵⁸ Im Detail war umstritten, ob und in welchem Umfang aus § 31 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F. und aus stillschweigenden Beratungsverträgen¹⁴⁵⁹ eine Pflicht zur objekt- und anlegergerechten Aufklärung folgt.¹⁴⁶⁰ Faktisch waren die Wohlverhaltens-

der Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie s. *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1797, 1799 Fn. 159. S. weiterhin unten Teil 3, bei Fn. 1495.

¹⁴⁵² Dazu *Einsele*, JZ 2008, 477, 479; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1383; *Balzer*, ZBB 2007, 333, 341.

¹⁴⁵³ S. dazu Erwägungsgrund 30 der Finanzmarkttrichtlinie; *Balzer*, ZBB 2007, 333, 342; *Einsele*, JZ 2008, 477, 480; *Koller* in: *Baums/Wertenbruch* (Hrsg.), S. 821, 835. S. weiterhin unten Teil 3, bei Fn. 1497.

¹⁴⁵⁴ *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2430; *Holzborn/Israel*, NJW 2008, 791, 793.

¹⁴⁵⁵ *Balzer*, ZBB 2007, 333, 337.

¹⁴⁵⁶ Die Wohlverhaltensrichtlinie, die ursprünglich noch vom Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel erlassen worden war, konkretisierte die Erforderlichkeitsschranke des § 31 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG, s. Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, BAAnz. Nr. 165 vom 4.9.2001, S. 19217, aufgehoben zum 1.11.2007 durch Schreiben der BaFin vom 23.10.2007.

¹⁴⁵⁷ BGHZ 123, 126, 128 ff.; *Balzer*, ZBB 2007, 333, 337; *Einsele*, JZ 2008, 477, 480; *Roth* in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 11 Rdnr. 42 f.; *Schwark* in: *Schwark* (Hrsg.), § 31 WpHG Rdnr. 43 ff.; *Leisch*, S. 149 ff.

¹⁴⁵⁸ *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 627 f.

¹⁴⁵⁹ Grundlegend das *Bond-Urteil* BGHZ 123, 126.

¹⁴⁶⁰ Dazu mit weiteren Nachweisen *Roth* in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 11 Rdnr. 42 ff.; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 633 f.; *Kasten*, BKR 2007, 261, 262 ff.; *Einsele*, JZ 2008, 477 f.; *Köndgen* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 182, 202 ff. Zu den Auswirkungen der Umsetzung der Finanzmarkttrichtlinie auf diese Streitigkeiten s. *Einsele*, JZ 2008, 477, 480 ff.; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 633 f.; *Mülbert*, ZHR 172 (2008), 170; *Mülbert* in: *Fer-*

pflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen aber auch schon vor Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie ausdifferenziert.¹⁴⁶¹ In der Bankenpraxis war eine Einstufung der Kunden in verschiedene Risikogruppen seit langem üblich¹⁴⁶² und notwendig.¹⁴⁶³ Daneben wurden die Wohlverhaltenspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach unterschiedlichen Dienstleistungstypen ausdifferenziert.¹⁴⁶⁴ Nach überwiegender Ansicht waren bei reiner Orderausführung durch Direktbanken und Discountbrokern¹⁴⁶⁵ Aufklärungs- und Beratungspflichten auf ein Minimum reduziert,¹⁴⁶⁶ auch wenn § 31 Abs. 2 WpHG a.F. aufgrund seiner aufsichtsrechtlichen Natur nicht abdingbar war.¹⁴⁶⁷

Insgesamt zeigt sich, dass auch vor der Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie im deutschen Anlegerschutzrecht eine Ausdifferenzierung unterschiedlicher Anlegerklassen und Dienstleistungstypen angelegt war.¹⁴⁶⁸ Im Vergleich zum Kategoriensystem der Finanzmarktrichtlinie geschah dies aber weniger formal, streng und detailliert. Auch war es ein reines Geschöpf von Rechtsprechung, Verwaltungsbehörde und Lehre.¹⁴⁶⁹ Das Regulierungsmodell des alten WpHG trug Züge eines beweglichen Systems im Sinne *Walter Wilburgs*.¹⁴⁷⁰

rarini/Wymeersch (Hrsg.), S. 299; *Köndgen* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 182, 205 ff.

¹⁴⁶¹ *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 628; *Kasten*, BKR 2007, 261, 262; *Schwark* in: Schwark (Hrsg.), § 31 WpHG Rdnr. 7, 43 ff.; s. a. *Hopt* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 246, 261.

¹⁴⁶² *Schwark* in: Schwark (Hrsg.), § 31 WpHG Rdnr. 9, 41; *Eisele* in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 109 Rdnr. 45 f.

¹⁴⁶³ *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 628.

¹⁴⁶⁴ *Kasten*, BKR 2007, 261, 263.

¹⁴⁶⁵ Zu den Begriffen s. *Roth* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 11 Rdnr. 104 f.

¹⁴⁶⁶ BGHZ 142, 345, 354; BGH WM 2004, 24, 26. Zu den im Einzelnen umstrittenen dogmatischen Konstruktionen s. *Balzer*, ZBB 2007, 333, 340; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 628, 632; *Kasten*, BKR 2007, 261, 263; *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1797, 1800; *Koller* in: Baums/Wertenbruch (Hrsg.), S. 821, 832 f.; *Klöhn*, S. 255 f.; *Mülbert/Assmann* in: Assmann/Schneider (Hrsg.), vor § 37e, Rdnr. 17 f.; *Roth* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 11 Rdnr. 108 ff.; *Schwark* in: Schwark (Hrsg.), § 31 WpHG Rdnr. 65 ff.; *Kümpel/Veil*, S. 194 ff.; *Hannöver* in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 110 Rdnr. 61 ff.; *Vogel*, S. 167 f.; *Fleischer* in: Schulte-Nölke/Schulze (Hrsg.), S. 171, 178; *Siol* in: Horn/Lwowski/Nobbe (Hrsg.), S. 781.

¹⁴⁶⁷ Dies war im Detail umstritten. Zum Streitstand s. *Leisch*, S. 125 ff.; s. weiterhin *Sethe*, S. 752 f.

¹⁴⁶⁸ *Kasten*, BKR 2007, 261, 262; s. a. *Hopt*, S. 417 ff.; *Fleischer*, Anlegerschutz, Gutachten Juristentag, S. F21; *Leisch*, S. 165 ff.

¹⁴⁶⁹ *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2430; *Kasten*, BKR 2007, 261, 266.

¹⁴⁷⁰ Zu dieser Parallele *Breidenbach*, S. 61 ff.; *Leisch*, S. 109 f., 149 ff.; *Veil*, WM 2007, 1821, 1822 ff.; *Veil*, ZBB 2008, 34, 39; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 628; *Roth* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 11 Rdnr. 62; s. a. schon *Hopt*, S. 414 ff. Näher zum beweglichen System s. unten Teil 4, B.III, S. 343.

Dies änderte sich durch die Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie,¹⁴⁷¹ bei der dem deutschen Gesetzgeber nur wenig Spielraum verblieb.¹⁴⁷² Die §§ 31, 31a WpHG n.F. vollziehen sowohl die Kundenklassifikationen als auch die Unterscheidung zwischen verschiedenen Wertpapierdienstleistungen der Finanzmarktrichtlinie nach.¹⁴⁷³ Im Gegensatz zur Generalklausel des § 31 WpHG a.F. existieren nun in § 31a WpHG n.F. feste Kundenklassen, die entsprechende Verhaltenspflichten begründen.¹⁴⁷⁴ § 5 WpDVerOV enthält abgestufte Informationspflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die sich nach der jeweiligen Kundenklasse richten.¹⁴⁷⁵ Auch werden Discountbroker durch die Regelungen des § 31 Abs. 5, 7 WpHG auf eine sichere Rechtsbasis gestellt.¹⁴⁷⁶

Abschließend sei erwähnt, dass die überwiegende Meinung den Wohlverhaltenspflichten des § 31 WpHG a.F. primär aufsichtsrechtliche Wirkung zumaß (s. §§ 4, 35 f. WpHG). Oft wurde eine „Ausstrahlungswirkung“ auf das Zivilrecht angenommen, deren dogmatische Grundlegung und Umfang im Detail verschwommen war.¹⁴⁷⁷ Der BGH hat die Frage regelmäßig offen lassen können.¹⁴⁷⁸ Damit stellt sich die Frage, ob die Regelungen der §§ 31, 31a WpHG überhaupt als Anschauungsbeispiele einer Untersuchung verwendet werden können, die sich mit Fragestellungen zwingenden Vertragsrechts beschäftigt. Handelt es sich bei diesen Vorschriften um rein aufsichtsrechtliche Vorschriften, die das Verhältnis zwischen BaFin und Wertpapierdienstleistungsunternehmen betreffen, kann daraus für eine Grenze zwingenden Vertragsrechts wenig hergeleitet werden.

¹⁴⁷¹ Zum Abschied vom beweglichen System s. *Veil*, ZBB 2008, 34, 39, der meint, der Gesetzgeber habe „das bewegliche System von Informationspflichten durch die Hintertür verabschiedet und ein System fester Tatbestandsbildung etabliert“; s. a. *Veil*, WM 2007, 1821, 1822 ff.

¹⁴⁷² *Jordans*, WM 2007, 1827; *Spindler/Kasten*, WM 2007, 1245, 1249.

¹⁴⁷³ *Balzer*, ZBB 2007, 333, 337; *Holzborn/Israel*, NJW 2008, 791, 793 ff.; *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785, 1801; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 628.

¹⁴⁷⁴ *Holzborn/Israel*, NJW 2008, 791, 793.

¹⁴⁷⁵ Dazu *Holzborn/Israel*, NJW 2008, 791, 793; *Koller* in: Assmann/Schneider (Hrsg.), § 31 Rdnr. 39 ff.

¹⁴⁷⁶ *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 632.

¹⁴⁷⁷ Auch wurde häufig vertreten, § 31 WpHG a.F. sei Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB. Zum Ganzen näher *Koller* in: Assmann/Schneider (Hrsg.), vor § 31 Rdnr. 6; *Schwark* in: Schwark (Hrsg.), vor § 31 WpHG Rdnr. 5 ff.; *Mülbert*, WM 2007, 1149, 1154 f.; *Veil*, WM 2007, 1821, 1825 f.; *Veil*, ZBB 2008, 34, 40 ff.; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 635; *Kümpel/Veil*, S. 177 f.; *Sethe*, S. 747 ff., 756 ff.; *Kümpel/Bruski* in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 104 Rdnr. 204 f.; *Hannöver* in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 110 Rdnr. 59; monographisch *Leisch*. Zum Schutzgesetzcharakter nach neuer Rechtslage s. *Einsele*, JZ 2008, 477, 482; *Fuchs* in: Fuchs (Hrsg.), vor §§ 31 ff. Rdnr. 80 ff.; *Schäfer*, WM 2007, 1872.

¹⁴⁷⁸ BGHZ 142, 345, 356; 147, 343, 348; BGH WM 2005, 1567, 1570. Der BGH leitete Pflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmen aus einem stillschweigend abgeschlossenen Beratungsvertrag ab, s. BGHZ 123, 126; s. a. BGH WM 1983, 263, 264; BGHZ 100, 117, 118 f.; *Hannöver* in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 110 Rdnr. 24.

Zwar trifft die Finanzmarktrichtlinie keine explizite Aussage zu den zivilrechtlichen Auswirkungen einer Verletzung von Wohlverhaltensregeln.¹⁴⁷⁹ Der hohe Detaillierungsgrades der Schutzpflichten in Art. 19 Abs. 4, 5 der Richtlinie und § 31 Abs. 4, 5 WpHG sowie der *effet utile*-Gedanke sprechen jedoch dafür, die Regelungen als eine gesetzliche Ausgestaltung individualvertraglicher Nebenpflichten im Sinne des § 241 Abs. 2 BGB anzusehen, die bei einer Verletzung zu entsprechenden vertraglichen Sekundäransprüchen führen können.¹⁴⁸⁰ §§ 31, 31a WpHG weisen eine zivilrechtlich-aufsichtsrechtliche Doppelnatur auf¹⁴⁸¹ und sind daher für eine Untersuchung von Heterogenität im Vertragsrecht von unmittelbarer Bedeutung.¹⁴⁸² Sie veranschaulichen ein vertragsrechtliches Regulierungsmodell, in dem der Gesetzgeber versucht, die Heterogenität der Regelungsadressaten durch ein ausdifferenziertes Klassifikationssystem zu bewältigen.

bb) Flexibilisierung

Durch die Einführung der Kundenklassifikationen versucht die Finanzmarktrichtlinie, die spezifischen Regelungsbedürfnisse zu erfassen, die unterschiedliche Kategorien von Anlegern schaffen. Eine solche Kategorisierung ist grundsätzlich mit einem Verlust an Flexibilität verbunden.¹⁴⁸³ Für eine Rechtssetzungslehre des Privatrechts ist die Finanzmarktrichtlinie ein interessantes Anschauungsbeispiel, weil sie versucht, die Vorteile der Kategorisierung zu bewahren, ohne die Vorteile der Flexibilisierung zu verlieren. Die Kundenklassifikation der Finanzmarktrichtlinie ist nicht starr. Die Richtlinie räumt Anlegern vielfältige Optionsmöglichkeiten ein.¹⁴⁸⁴ Diese Optionsmöglichkeiten können

¹⁴⁷⁹ *Veil*, WM 2007, 1821, 1824 f.

¹⁴⁸⁰ Ebenso *Veil*, WM 2007, 1821, 1825 f.; *Veil*, ZBB 2008, 34, 40 f.; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 635; *Einsele*, JZ 2008, 477, 482 f.; *Roth* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 11 Rdnr. 10 ff.; *Köndgen* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 182, 206; s.a. *Veil*, ZBB 2006, 162, 171; *Nikolaus/d'Oleire*, WM 2007, 2129, 2130 f.; ebenso bereits zu § 31 WpHG a.F. *Leisch*, S. 174 f.; zurückhaltender bezüglich der neuen Rechtslage *Jordans*, WM 2007, 1827, 1828. Explizit a.A. bezüglich der neuen Rechtslage *Mülbert*, WM 2007, 1149, 1156 f.; *Mülbert* in: Ferrarini/Wymeersch (Hrsg.), S. 299; *Mülbert*, ZHR 172 (2008), 170, mit Entgegnungen von *Veil*, ZBB 2008, 34, 41 f.; *Einsele*, JZ 2008, 477, 480 ff.; s.a. *Koller* in: Baums/Wertenbruch (Hrsg.), S. 821, 839 f. Zur verwandten Fragestellung im Rahmen des § 31d WpHG n.F. s. *Mülbert*, ZHR 172 (2008), 170.

¹⁴⁸¹ Ebenso (jeweils zur Rechtslage nach Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie) *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 635; *Veil*, WM 2007, 1821, 1825 f.; *Veil*, ZBB 2008, 34, 40; *Köndgen* in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 182, 206; weitergehend nach neuer Rechtslage (rein private rechtliche Natur) *Einsele*, JZ 2008, 477, 482 f.; ebenso zur alten Rechtslage beispielsweise *Kümpel/Bruski* in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), § 104 Rdnr. 204 f.; *Leisch*, S. 68 ff.

¹⁴⁸² Weiterhin ist zu bedenken, dass in einer funktionalen Rechtssetzungslehre des Privatrechts die Grenzen zwischen Privatrecht und Öffentlichem Recht zunehmend verschwimmen; dazu unten Teil 4, B.II, S. 332.

¹⁴⁸³ Zu dieser allgemeinen Abwägung s. oben Teil 3, bei Fn. 1410 f.

¹⁴⁸⁴ Dazu *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2428 ff.; *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785, 1800 f.;

sowohl hinsichtlich einzelner Dienstleistungen oder Produkte als auch für alle Geschäfte erfolgen.¹⁴⁸⁵

Kunden können ihre Einstufung in die genannten Kundenkategorien¹⁴⁸⁶ selbst verändern. Professionelle Kunden können die Behandlung als Kleinanleger beantragen („opting down“, s. Anhang II Abschnitt I Abs. 6 ff. Finanzmarktrichtlinie, § 31a Abs. 6 WpHG).¹⁴⁸⁷ Dafür ist eine schriftliche Übereinkunft zwischen professionellem Kunden und Wertpapierdienstleistungsunternehmen erforderlich, s. Anhang II Abschnitt I Abs. 8 Finanzmarktrichtlinie, § 31a Abs. 6 S. 2 WpHG.¹⁴⁸⁸ Manche Kleinanleger – wozu auch Unternehmen gehören, s. Anhang II Abschnitt I Nr. 2 Finanzmarktrichtlinie, § 31a Abs. 2 Nr. 2 WpHG¹⁴⁸⁹ – können auf das hohe Schutzniveau der Wohlverhaltensregeln der Richtlinie verzichten und sich von Wertpapierdienstleistungsunternehmen wie professionelle Anleger behandeln lassen („opting up“). Allerdings stellt die Finanzmarktrichtlinie dafür höhere Hürden auf. Für ein Heraufoptieren in die Kategorie des professionellen Kunden ist unter anderem Voraussetzung, dass das Portfolio des Anlegers 500.000 € übersteigt und dass der Kunde mindestens ein Jahr lang beruflich im Finanzsektor tätig war.¹⁴⁹⁰ Es soll sicher gestellt werden, dass der Anleger die Risiken seiner Anlageentscheidungen versteht, s. Anhang II Abschnitt II.1 Finanzmarktrichtlinie, § 31a Abs. 7 WpHG, § 2 Abs. 2 WpDVerOV.¹⁴⁹¹ Auch das Verfahren des Heraufoptierens wird durch Schriftformerfordernisse und Informationspflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens klar konturiert, s. Anhang II Abschnitt II.2 Finanzmarktrichtlinie, § 31a Abs. 7 S. 4 f. WpHG.¹⁴⁹² Für mittelständische Unternehmen, kleine Betriebe sowie sehr vermögende und erfahrene Privatanleger kann ein Heraufoptieren interessant sein.¹⁴⁹³

Kasten, BKR 2007, 261, 264 f.; *Koller* in: Assmann/Schneider (Hrsg.), § 31a Rdnr. 5 ff. Allgemein zu optionalem Vertragsrecht s. oben Teil 3, D.II, S. 121.

¹⁴⁸⁵ S. beispielsweise Anhang II Abschnitt I letzter Satz Finanzmarktrichtlinie, § 31a Abs. 6 S. 3 WpHG. Dabei trifft den Kunden die Pflicht, einstufigsrelevante Änderungen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen mitzuteilen, s. Anhang II Abschnitt II.2 Abs. 7 S. 2 Finanzmarktrichtlinie. Zum Ganzen auch *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2428; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1376 f.

¹⁴⁸⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1437 ff.

¹⁴⁸⁷ Zu Konflikten mit Vorschriften des InvG und des KWG, die durch ein solches Hinaboptieren entstehen können, s. *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785, 800.

¹⁴⁸⁸ Dazu auch *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2429; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1376. Zur Möglichkeit eines professionellen Kunden, sich als geeignete Gegenpartei im Sinne des Art. 24 der Finanzmarktrichtlinie behandeln zu lassen, s. *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2429.

¹⁴⁸⁹ Dazu auch *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2430.

¹⁴⁹⁰ Zur genauen Regelung s. Anhang II Abschnitt II.1 Finanzmarktrichtlinie. Zu einer ähnlichen Regelung im Rahmen der Prospektrichtlinie s. unten Teil 3, bei Fn. 1501 ff.

¹⁴⁹¹ Dazu im Einzelnen *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2428 f.; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1376 f.

¹⁴⁹² Dazu auch *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2429; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1377.

¹⁴⁹³ *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2430.

Die Veränderung der Kundenklassifikation kann nicht nur auf Veranlassung des Kunden geschehen. Sie kann auch vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen initiiert werden. Das wird beispielsweise relevant, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen erfährt, dass ein Kunde die Voraussetzungen zur Einstufung als professioneller Kunde nicht mehr erfüllt, s. Anhang II Abschnitt II.2 letzter Satz Finanzmarktrichtlinie.¹⁴⁹⁴

Neben der Veränderung der Kundenklassifikation kann der Kunde auch auf andere Weise Einfluss auf das Schutzniveau nehmen, welches ihm die Finanzmarktrichtlinie gewährt. Wie oben dargelegt, erlaubt die Finanzmarktrichtlinie es Wertpapierdienstleistungsunternehmen (beispielsweise Direktbanken), beratungsfrei Kundenaufträge auszuführen, wenn das Unternehmen zuvor zu der Einschätzung gelangt ist, dass die betreffende Dienstleistung oder das betreffende Produkt für den betreffenden Kunden angemessen ist.¹⁴⁹⁵ Verweigert der Kunde die dafür notwendige Informationserteilung ganz oder teilweise, darf das Unternehmen den Kundenauftrag dennoch ausführen. Es muss den Kunden aber warnen, dass es keine Angemessenheitsprüfung vornehmen konnte, Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 3 Finanzmarktrichtlinie, § 31 Abs. 5 S. 3 WpHG.¹⁴⁹⁶ In gewissem Umfang kann der Kunde also auf den Schutz von Wohlverhaltensregeln verzichten.

In ähnlicher Weise erlaubt die Finanzmarktrichtlinie Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kundenaufträge im „execution only business“ ohne jede Beratung und Angemessenheitsprüfung vorzunehmen, wenn es sich um nicht-komplexe Finanzinstrumente handelt und der Auftrag auf Veranlassung des Kunden erfolgt.¹⁴⁹⁷ Dabei muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Kunden darüber informieren, dass es die Geeignetheit des Auftrags für den Kunden nicht prüfen muss und der Kunde daher nicht durch entsprechende Wohlverhaltensregeln geschützt wird.¹⁴⁹⁸ Auch hier zeigt sich, dass der Kunde in gewissem Umfang durch entsprechende Aufträge auf den Schutz durch Wohlverhaltensregeln verzichten kann.¹⁴⁹⁹

¹⁴⁹⁴ Dazu *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2430.

¹⁴⁹⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1451.

¹⁴⁹⁶ Dazu *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2479; *Roth/Loff*, WM 2007, 1249, 1253; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1383; *Balzer*, ZBB 2007, 333, 341; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 631. Dies gilt jedoch nur bei sonstigen Wertpapierdienstleistungen im Sinne der Art. 19 Abs. 5 Finanzmarktrichtlinie, § 31 Abs. 5 WpHG, nicht bei Anlageberatung oder Portfolio-Management im Sinne der Art. 19 Abs. 4 Finanzmarktrichtlinie, § 31 Abs. 4 WpHG, s. Art. 35 Abs. 5 Finanzmarkt-Durchführungs-Richtlinie, § 31 Abs. 4 S. 3 WpHG; s. a. *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 631; *Einsele*, JZ 2008, 477, 479; a.A. *Spindler/Kasten*, WM 2007, 1245, 1247. Zur Frage, ob aufsichtsrechtliche Wohlverhaltenspflichten Verbotsgesetze im Sinne des § 134 BGB darstellen, s. *Sethe*, S. 753 ff.

¹⁴⁹⁷ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1453.

¹⁴⁹⁸ *Duwe/Keller*, BB 2006, 2425, 2479; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1383; *Moloney*, EBOR 2005, 341, 396 ff.; *Balzer*, ZBB 2007, 333, 341 f.; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 630 ff.

¹⁴⁹⁹ Ähnlich spricht *Koller* in: *Baums/Wertenbruch* (Hrsg.), S. 821 f., davon, dass die

Ähnliche Tendenzen zur Flexibilisierung durch Optionsmodelle lassen sich auch in anderen Bereichen des Kapitalmarktrechts beobachten. Wie oben dargestellt, ist der Anbieter eines Wertpapiers von der grundsätzlichen Prospektspflicht, die sich aus der Prospektrichtlinie und dem WpPG ergibt, befreit, wenn sich sein Angebot ausschließlich an qualifizierte Anleger im Sinne des § 2 Nr. 6 WpPG richtet.¹⁵⁰⁰ Qualifizierte Anleger sind unter anderem Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute und Großunternehmen. Allerdings können auch kleine oder mittlere Unternehmen sowie natürliche Personen von solchen prospektfreien Angeboten profitieren, wenn sie sich als qualifizierte Anleger in ein bei der BaFin geführtes Register (§ 27 WpPG) eintragen lassen. Ähnlich wie beim Heraufoptieren im Rahmen der Finanzmarktrichtlinie¹⁵⁰¹ ist für die Eintragung in das Register unter anderem¹⁵⁰² erforderlich, dass das Portfolio des Anlegers 500.000 € übersteigt und dass der Anleger mindestens ein Jahr lang im Finanzsektor beruflich tätig war.¹⁵⁰³

cc) Zusammenfassung

Die Finanzmarktrichtlinie und die Prospektrichtlinie sind Beispiele eines Regulierungsmodells, in dem der Gesetzgeber versucht, die Heterogenität von Regelungsadressaten durch eine gesetzliche Kategorisierung von Anlegertypen und Geschäftstypen zu bewältigen. Durch Ausdifferenzierung sollen zwingende vertragsrechtliche Regelungen besser an den jeweiligen Anleger- und Geschäftstyp angepasst werden. Innerhalb dieser Kategorien differenziert der Gesetzgeber grundsätzlich nicht weiter. Eine umfassende Differenzierung nach den individuellen Fähigkeiten und Kenntnissen aller Marktteilnehmer ist in einem abstrakt-generellen Gesetz unmöglich.¹⁵⁰⁴ Daher wird innerhalb der jeweiligen gesetzlichen Kategorie auf den durchschnittlichen Fall abgestellt.¹⁵⁰⁵

Dadurch droht das Kategoriensystem starr und unflexibel zu werden. Der Gesetzgeber fängt diese Gefahr auf, indem er den kategorisierten Regelungsadressaten eine Vielzahl von Optionsmöglichkeiten gibt, mit denen sie in andere Kategorien des gesetzlichen Schutzsystems hinab- oder heraufoptieren können.

Informationspflicht „aus der Perspektive der Wertpapierfirmen derogierbar geworden“ sei. Allerdings ist der Anwendungsbereich von Art. 19 Abs. 6 Finanzmarktrichtlinie, § 31 Abs. 7 WpHG vergleichsweise klein, sind doch beispielsweise Wandelschuldverschreibungen vom Anwendungsbereich ausgenommen, s. *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1797, 1800; *Balzer*, ZBB 2007, 333, 342.

¹⁵⁰⁰ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1418 f.

¹⁵⁰¹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1490 ff.

¹⁵⁰² Die vorliegende Darstellung vereinfacht die Rechtslage; zu den Details s. § 27 WpPG.

¹⁵⁰³ Kritisch zu der Regelung *Wiegel*, S. 208 ff.

¹⁵⁰⁴ *Drexler*, S. 143; *Koller* in: *Baums/Wertenbruch* (Hrsg.), S. 821, 827. Dazu aus verfassungsrechtlicher Sicht s. unten Teil 4, bei Fn. 190 f.

¹⁵⁰⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1445 und aus verfassungsrechtlicher Sicht unten Teil 4, bei Fn. 194.

Das Risiko einer falschen Eingruppierung durch den Gesetzgeber wird also aufgefangen, indem der Regelungsadressat diese Kategorisierung nachträglich verändern kann.¹⁵⁰⁶

Dabei werden den Optionsmöglichkeiten formelle und materielle Schranken gesetzt. Nicht alle Regelungsadressaten können in andere Kategorien des gesetzlichen Schutzsystems optieren. Oftmals sind Erfahrung mit entsprechenden Anlagegeschäften und ein gewisses Vermögen erforderlich, um in den Genuss der Optionsmöglichkeiten zu kommen. Auch können manche Optionen nur unter Einhaltung von Schriftform- und Registeranforderungen gewählt werden. Manche Optionen sind nur bezüglich bestimmter Anlagegeschäfte oder Wertpapierarten verfügbar. Andere Optionen können nur gewählt werden, wenn der Regelungsadressat vorab über die Auswirkungen seines Hinausoptierens informiert wurde.

Damit zeichnet sich zur Bewältigung heterogener Regelungsadressaten ein Regulierungsmodell ab, dessen Grundlagen schon in anderem Zusammenhang entwickelt wurde. Der Gesetzgeber greift auf eine Kombination von Freiheits-, Informations- und Sozialmodell zurück.¹⁵⁰⁷ Er gewährt den Regelungsadressaten klar umschriebene Optionsmöglichkeiten, sichert und beschränkt diese aber zugleich durch zwingendes Vertragsrecht. Auch greift der Gesetzgeber auf das Regulierungskonzept des „libertären Paternalismus“ zurück, soweit dies möglich ist. Er setzt Marktteilnehmern also einen bestimmten Rechtsrahmen, ermöglicht aber den Marktteilnehmern, für die dieser Rechtsrahmen nicht passt, ein Verlassen dieses Rahmens.¹⁵⁰⁸

Die Flexibilität dieses Regulierungsmodells hat ihren Preis. Erstens wird das Regulierungsmodell sehr komplex. Dem ausdifferenzierten Regelungsansatz der Finanzmarktrichtlinie wird der Versuch eines übermäßigen und undurchführbaren Mikromanagements vorgeworfen.¹⁵⁰⁹ Das Regulierungsmodell führt

¹⁵⁰⁶ Koller in: Baums/Wertenbruch (Hrsg.), S. 821, 836. Dazu aus verfassungsrechtlicher Sicht unten Teil 4, bei Fn. 203.

¹⁵⁰⁷ In Bezug auf die Finanzmarktrichtlinie s. Weichert/Wenninger, WM 2007, 627, 629; Leisch, S. 122 f.; Moloney, EBOR 2005, 341, 398. Dazu oben Teil 3, B.II.4.b)bb), S. 80. Allgemein zur Bedeutung von Mischformen unterschiedlicher Regulierungsinstrumente s. unten Teil 4, B.I, S. 331.

¹⁵⁰⁸ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1258 f. Zum Verhältnis zwischen libertärem Paternalismus und Heterogenität von Regelungsadressaten s. Bar-Gill, 92 Minn. L. Rev. 749, 792 ff. (2008); Jolls/Sunstein, 35 J. Legal Stud. 199 (2006), 228 f.

¹⁵⁰⁹ Moloney, EBOR 2005, 341, 386; s. weiterhin Spindler/Kasten, AG 2006, 785, 1804. Müllert, ZHR 172 (2008), 170, 207, meint: „Die MiFID-Rechtsakte in ihrer Umsetzung durch das FRUG scheinen bislang vor allem zum Versand eines Stapels von Dokumenten, nicht aber zu Änderungen im Wettbewerb der Wertpapierdienstleistungsunternehmen geführt zu haben.“ Auch in anderen Bereichen der Finanzmarktrichtlinie wird der Komplexitätsvorwurf erhoben. Zur Regelung von Interessenkonflikten exemplarisch die Einschätzung von Assmann, ÖBA 2007, 40, 54: „Die MiFID und die MiFID-Durchführungsrichtlinie konfrontieren die Mitgliedstaaten und die betroffenen Wertpapierfirmen mit einer durch und

nicht nur dazu, dass die Bedeutung der Gerichte als Institution zur Konkretisierung abstrakt-genereller Normen sinkt.¹⁵¹⁰ Es wird auch kritisch hinterfragt, ob ein solches Regulierungsmodell insgesamt der Rechtssicherheit dient.¹⁵¹¹

Zweitens stößt das Regulierungsmodell an Grenzen, wenn nicht mehr davon ausgegangen werden kann, dass die Regelungsadressaten die ihnen eingeräumten Optionsrechte vollständig informiert und rational ausüben können. Die Flexibilität des dargestellten Regulierungsmodells beruht auf der Möglichkeit der Selbstkategorisierung der Regelungsadressaten. Stellt sich eine gesetzliche Kategorisierung als unpassend heraus, kann der Regelungsadressat durch entsprechende Optionsmöglichkeiten eine andere Kategorie wählen. Dafür muss der Regelungsadressat seine gegenwärtige Rechtslage und die Folgen einer eventuellen Ausübung der Optionsmöglichkeit überblicken und richtig bewerten können. Dabei können Probleme der Informationsaufnahme und -verarbeitung auftreten, die schon in anderem Zusammenhang entwickelt wurden.¹⁵¹² Manche der dargestellten Optionsmöglichkeiten stehen Anlegern nur zur Verfügung, wenn sie vorab über die Auswirkungen informiert wurden, welche die Ausübung der Optionsmöglichkeit haben wird.¹⁵¹³ Dieser Ansatz überzeugt nur, wenn man sicher sein kann, dass die Anleger diese Information richtig aufnehmen, verarbeiten und gewichten werden.¹⁵¹⁴

Die Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts lassen dies zumindest zweifelhaft erscheinen.¹⁵¹⁵ Empirische Erwägungen könnten ähnliche Zweifel nähren.¹⁵¹⁶ Es fehlt eine allgemeine, psycho-

durch widersprüchlichen, inkonsistenten sowie in großen Teilen kompromißersetzten und zu allem Überfluss noch hyperkomplexen und hyperkomplizierten Regelungsvorgabe für Interessenkonflikte und Inducements.“ Positiver die Einschätzung von *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 636.

¹⁵¹⁰ *Fleischer*, BKR 2006, 389, 395; *Kumpan/Hellgardt*, DB 2006, 1714, 1720.

¹⁵¹¹ *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785, 1804; *Holzborn/Israel*, NJW 2008, 791, 795.

¹⁵¹² Dazu oben Teil 3, B.II.3, S. 56, und B.II.4, S. 68.

¹⁵¹³ Zu solchen Beispielen s. oben Teil 3, bei Fn. 1496, 1498.

¹⁵¹⁴ *Koller* in: *Baums/Wertenbruch* (Hrsg.), S. 821, 833; *Leisch*, S. 170 f.; *Klöhn*, S. 256. Die Finanzmarkttrichtlinie geht in weiten Teilen vom rational handelnden Anleger aus. Spekulationsgeschäfte, Herdenverhalten und andere Anlegerexzesse kommen in ihrem Regulierungsmodell nicht vor, *Moloney*, EBOR 2005, 341, 395 ff., 407; *Veil*, ZBB 2006, 162; s. a. *Fleischer* in: *Schulte-Nölke/Schulze* (Hrsg.), S. 171, 175; *Koller* in: *Assmann/Schneider* (Hrsg.), § 31 Rdnr. 1.

¹⁵¹⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 220 ff.

¹⁵¹⁶ In einer Untersuchung kamen *Barber/Odean*, J. Fin. 60 (2000), 774, zu dem Schluss, dass Anleger bei Discount-Brokern im Durchschnitt schlechter abschneiden als der Markt. Allerdings ist die Studie von *Choi/Laibson/Metrick*, J. Fin. Econ. 64 (2002), 397, zu beachten, die keinen signifikanten Performance-Unterschied zwischen unterschiedlichen Vertriebswegen fanden. Im vorliegenden Zusammenhang wäre die Untersuchung folgender Frage entscheidend: Es müsste nachgewiesen werden, dass private Anleger sich auch dann für Discount-Broker entscheiden, wenn sie über andere Vertriebswege eine höhere Portfolio-Performance erzielen können und darüber aufgeklärt wurden. Eine solche empirische Untersuchung

logisch abgesicherte Theorie, die erklärt, unter welchen Umständen und in welchem Umfang Marktteilnehmer auf den Schutz durch Vorschriften verzichten können, die zu ihrem eigenen Schutz erlassen wurden.¹⁵¹⁷ Über diese argumentative Lücke kann auch nicht der Hinweis hinweg helfen, es gehöre zu den Grundprinzipien des Anlegerschutzrechts, den Schutzbedürftigen „nicht gegen seinen Willen zu seinem Heil“ zu zwingen.¹⁵¹⁸ Es ist gerade die Frage, wie der Wille eines Anlegers zu bestimmen ist, der Verhaltensabweichungen vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell unterliegt.¹⁵¹⁹ Ein Regulierungsmodell, das auf eine starre gesetzliche Kategorisierung von Regelungsadressaten mit anschließender Flexibilisierung durch Selbstkategorisierung setzt, stößt an Grenzen, wenn die Regelungsadressaten aufgrund beschränkter Rationalität die Möglichkeiten der Selbstkategorisierung nicht wirksam wahrnehmen können.

c) Differenzierung durch Rechtsprechung und Lehre

aa) Einführung

Die Beispiele aus dem Kapitalmarkt- und Bankrecht veranschaulichen ein Regulierungsmodell, in dem die Heterogenität von Regelungsadressaten durch eine gesetzliche Kategorisierung der Regelungsadressaten aufgefangen wird. Allfällige Ungerechtigkeiten der Kategorisierung werden abgefedert, indem Regelungsadressaten – in gewissen Grenzen – durch Optionsmöglichkeiten zur Selbstkategorisierung befähigt werden. Die Bedeutung der Gerichte wird in einem solchen Regelungsmodell auf ein Minimum reduziert.¹⁵²⁰

Ein alternatives Regulierungsmodell setzt weniger auf ein ausdifferenziertes zwingendes Vertragsrecht des Gesetzgebers. Vielmehr soll die Rechtsprechung – und, diese unterstützend, die Rechtswissenschaft – die Heterogenität von Regelungsadressaten bewältigen. Schafft der Gesetzgeber beispielsweise eine weit reichende Regelung zwingendes Vertragsrechts, die viele unterschiedliche Regelungsadressaten und Sachverhalte betrifft, können atypische Fallgestaltungen durch den richterlichen Rückgriff auf Generalklauseln wie

fehlt, soweit ersichtlich. S. weiterhin *Glaser; Koller* in: Baums/Wertenbruch (Hrsg.), S. 821, 827, 830; *Klöhn*, S. 254 ff.

¹⁵¹⁷ Zur Abdingbarkeit von Informationspflichten s. a. *Koller* in: Baums/Wertenbruch (Hrsg.), S. 821. Dazu in anderem Zusammenhang *Wagner-von Papp*, AcP 205 (2005), 342. Zu diesem Problem auch unten Teil 4, A.III.1, S. 322.

¹⁵¹⁸ So *Hopt*, S. 422. Zum damit verwandten Grundsatz des „sacred right of everybody to make a fool of oneself“ und dem Leitbild des mündigen Anlegers s. *Loss*, ZHR 129 (1967), 197, 208; *Fleischer*, Anlegerschutz, Gutachten Juristentag, S. F29; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 631; *Veil*, ZBB 2006, 162; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 7 f.; *Schmies* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 165, 178; *Roth* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 11 Rdnr. 49; BGH NJW 2000, 359, 361; BGH, BKR 2004, 124, 126.

¹⁵¹⁹ Zu diesem Problem auch unten Teil 4, A.III.2, S. 327.

¹⁵²⁰ S. oben Teil 3, bei Fn. 1510.

§ 242 BGB erfasst werden.¹⁵²¹ In einem solchen Regulierungsmodell ist es nicht der Gesetzgeber, der die Heterogenität von Regelungsadressaten in gesetzlichen Vorschriften berücksichtigt. Vielmehr schafft er breite Vorschriften zwingenden Vertragsrechts und überlässt es Rechtsprechung und Lehre, heterogene Fallgestaltungen und angemessene Lösungen zu identifizieren sowie in ein allgemeines dogmatisches System einzupassen.

Auch dieses Regulierungsmodell hat Vor- und Nachteile. Es ist attraktiv, weil es der Rechtsprechung erlaubt, flexibel und einzelfallgerecht auf Fallgestaltungen einzugehen. Die Rechtsprechung kann flexibler auf unvorhersehbare Fallgestaltungen reagieren. Diese Vorteile werden durch eine erhöhte Inanspruchnahme des Gerichtsapparats und daraus entstehende höhere Kosten erkaufte. Auch müssen Rechtsprechung und Lehre einen Weg finden, die unterschiedlichen Fallgestaltungen in einem kohärenten dogmatischen System zu einen. Es stellt sich ein Problem der Rechtssicherheit.

Dieser Konflikt soll im Folgenden anhand von Beispielen aus dem allgemeinen Zivilrecht veranschaulicht werden. Es geht um Fälle, in denen der Gesetzgeber durch zwingendes Vertragsrecht¹⁵²² die Nichtigkeit einer bestimmten Vertragsbestimmung anordnet. Regelmäßig müssen sich Rechtsprechung und Lehre mit der Frage beschäftigen, welche Auswirkung diese Nichtigkeitsanordnung auf den Vertrag hat. Angesichts der vielgestaltigen Regelungsadressaten und Fallgestaltungen verbietet sich oftmals eine einheitliche Rechtsfolge. Rechtsprechung und Lehre weichen dann von der eigentlich angeordneten umfassenden Nichtigkeitsfolge zwingenden Vertragsrechts ab.

Im Folgenden wird zunächst dargestellt, welche Auswirkungen die Nichtigkeit einer Vertragsbestimmung im Allgemeinen auf den Vertrag haben kann (unten Teil 3, E.II.2.c)bb), S. 294). Daraufhin wird anhand von Beispielen untersucht, wie Rechtsprechung und Lehre mit diesem Instrumentarium möglicher Rechtsfolgen umgehen (unten Teil 3, E.II.2.c)cc), S. 298).

bb) Rechtsfolgen unwirksamer Vertragsbestimmungen

Ordnet der Gesetzgeber durch zwingendes Vertragsrecht die Nichtigkeit einer Vertragsbestimmung an, so ist fraglich, was an die Stelle der unwirksamen Bestimmung treten soll. Es geht um die Rechtsfolgen unwirksamer Vertragsbe-

¹⁵²¹ Aus diesem Grund kritisch gegenüber zu weit gehendem zwingenden Vertragsrecht *Medicus* in: Münchener Juristische Gesellschaft (Hrsg.), S. 9, 23.

¹⁵²² Entsprechend der allgemeinen Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung (dazu oben Teil 1, bei Fn. 40) wird der Begriff des zwingenden Vertragsrechts im weiteren Verlauf weit verstanden. Dazu zählen vertragsrechtliche Vorschriften, welche die Vertragsfreiheit von Parteien nach einem weiten Verständnis einengen, beispielsweise §§ 134, 138 BGB, aber auch Anfechtungsregeln wie §§ 119 ff. BGB. Zur Unabdingbarkeit von Anfechtungsregeln s. oben Teil 2, Fn. 10.

stimmungen. Dafür stehen Rechtsprechung und Lehre grundsätzlich vier Regulierungsmodelle zur Verfügung.¹⁵²³

Erstens kann die Nichtigkeit des gesamten Vertrags angeordnet werden. Davon geht beispielsweise § 139 BGB aus.¹⁵²⁴ Zweitens kann die unwirksame Vertragsbestimmung durch eine Bestimmung ersetzt werden, die jener Vertragspartei zum Nachteil gereicht, welche von der unwirksamen Vertragsbestimmung profitieren wollte. Drittens kann die unwirksame Vertragsbestimmung durch eine „angemessene“ Bestimmung ersetzt werden. Dafür bietet sich insbesondere die hypothetische Überlegung an, auf welche Bestimmung sich die Vertragsparteien geeinigt hätten, wenn sie sich der Unwirksamkeit der tatsächlich vereinbarten Bestimmung bewusst gewesen wären.¹⁵²⁵ Viertens kann die unwirksame Vertragsbestimmung durch jene Bestimmung ersetzt werden, welche nach dem zwingenden Vertragsrecht gerade noch zulässig ist.¹⁵²⁶

Die vier Regulierungsmodelle unterscheiden sich in ihren Voraussetzungen und Auswirkungen. Das erste Regulierungsmodell (vollständige Nichtigkeit des Vertrags) führt dazu, dass häufig Verträge für unwirksam erklärt werden. Dies kann den Anreiz von Vertragsparteien verringern, Bestimmungen in Verträge zu integrieren, die offensichtlich unwirksam sind oder deren Wirksamkeit zumindest zweifelhaft ist.

Das zweite Regulierungsmodell (Ersetzung durch eine bestrafende Bestimmung) bewahrt häufiger die Wirksamkeit von Verträgen. Indem die unwirksame Vertragsbestimmung zu Lasten jener Vertragspartei ersetzt wird, die von dieser Bestimmung profitiert hätte, verringert das Regulierungsmodell ebenfalls den Anreiz solcher Vertragsparteien, offensichtlich unwirksame oder zweifelhafte Vertragsklauseln zu verwenden. Damit erinnert das Regulierungs-

¹⁵²³ Zu dieser Frage auch *Ben-Shabar*. Ein ähnliches Problem stellt sich im Verfassungsrecht, wenn das Bundesverfassungsgericht feststellt, eine Norm verstoße gegen das Grundgesetz. Die möglichen Rechtsfolgen reichen von einer Erklärung der Gesamt- oder Teilnichtigkeit über eine Unvereinbarkeitserklärung, eine Appellentscheidung, eine verfassungskonforme Auslegung bis hin zu Übergangsregelungen. S. dazu im deutschen Verfassungsrecht *Schlaich/Korioth*, Rdnr. 378 ff.; *Benda/Klein*, Rdnr. 1244 ff.; *Kreutzberger*; *Ipsen*, S. 97 ff.; *Stern* in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), *Bonner Kommentar GG*, Art. 93 Rdnr. 269 ff.; zur verwandten Diskussion im U.S.-amerikanischen Verfassungsrecht s. *Dorf*, 107 *Colum. L. Rev.* 303 (2007).

¹⁵²⁴ Zu einem frühen Beispiel aus der „common law“-Rechtsprechung s. *Earl of Chesterfield v. Janssen*, 28 *Eng. Rep.* 82 (Ch. 1750). Über die Nichtigkeit des gesamten Vertrags sind auch weitere Konsequenzen denkbar (beispielsweise Schadensersatz oder strafrechtliche Konsequenzen), s. *Craswell*, 60 *U. Chi. L. Rev.* 1, 7 f. (1993).

¹⁵²⁵ Ausführlich zum Problem, eine solche „angemessene“ Bestimmung zu identifizieren, s. *Craswell*, 60 *U. Chi. L. Rev.* 1, 20 ff. (1993). Auch kann dispositives Vertragsrechts als Richtschnur herangezogen werden, um eine angemessene Bestimmung zu identifizieren. Zur damit verwandten Leitbildfunktion dispositiven Vertragsrechts bei allgemeinen Geschäftsbedingungen s. oben Teil 2, Fn. 7, sowie Teil 3, Fn. 412.

¹⁵²⁶ Dies ist schwierig, wenn es keine klare Regelung gibt, welche Bestimmung gerade noch zulässig ist; dazu *Ben-Shabar*, S. 15 ff.; s. a. *Ben-Shabar*, 109 *Colum. L. Rev.* 396 (2009).

modell an die „penalty defaults“ im Sinne von *Ian Ayres* und *Robert Gertner*, die im Zusammenhang mit optionalem Vertragsrecht vorgestellt wurden.¹⁵²⁷

Das dritte Regulierungsmodell (Ersetzung durch eine ausgleichende, angemessene Bestimmung) bewahrt ebenfalls die Wirksamkeit von Verträgen. Ihm fehlt allerdings die bestrafende Komponente und die damit verbundenen Anreizwirkungen der beiden ersten Regulierungsmodelle. Es erinnert an die Setzung optionaler Standard-Regelungen im Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien, die im Zusammenhang mit optionalem Vertragsrecht vorgestellt wurde.¹⁵²⁸

Noch weiter geht das vierte Regulierungsmodell (Ersetzung durch die maximal zulässige Bestimmung), welches am stärksten zu Gunsten jener Vertragspartei ausgerichtet ist, die von der unwirksamen Vertragsbestimmung profitiert hätte. Es beruht auf dem Gedanken, dass es – innerhalb der Grenzen, welche durch zwingendes Vertragsrecht gesetzt werden – nicht Aufgabe des Vertragsrechts ist, jede Ungleichheit in der Verhandlungsmacht zwischen Vertragsparteien auszugleichen.¹⁵²⁹

Die Auswahl unter den vier Regulierungsmodellen hängt davon ab, wie groß in einem bestimmten Wirtschaftsbereich die Gefahr eingeschätzt wird, dass eine Vertragspartei unwirksame oder zweifelhafte Vertragsbestimmungen in ihre Verträge in der Hoffnung integrieren wird, diese würden von Gerichten zumindest teilweise aufrecht erhalten. Je größer diese Gefahr ist und je opportunistischer die Vertragspartei handelt, desto mehr muss sich Rechtsprechung und Lehre vom vierten Regulierungsmodell zum ersten Regulierungsmodell bewegen.¹⁵³⁰

¹⁵²⁷ Ebenso *Ben-Shahar*, S. 9. Auch das erste Regulierungsmodell kann als – noch weiter gehender – „penalty default“ verstanden werden, s. *Craswell*, 60 U. Chi. L. Rev. 1, 12 ff. (1993). Zu „penalty defaults“ s. oben Teil 3, D.II.2.c)cc)(7)(a), S. 215.

¹⁵²⁸ Ebenso *Ben-Shahar*, S. 10. Zu optionalen Standard-Regelungen im Interesse der Mehrheit aller Vertragsparteien s. oben Teil 3, D.II.2.c)dd)(1), S. 249.

¹⁵²⁹ *Ben-Shahar*, S. 29 ff. Zum damit zusammen hängenden Grundsatz *stat pro ratione voluntas* s. oben Teil 1, bei Fn. 1 ff.

¹⁵³⁰ Daran ändert auch die instruktive Analyse von *Ben-Shahar* nichts. *Omri Ben-Shahar* propagiert das vierte Regulierungsmodell. Das dritte Regulierungsmodell lehnt *Ben-Shahar* unter Hinweis auf die Gefahr regulatorischer Opportunitätskosten ab, s. *Ben-Shahar*, S. 29 ff. Die beabsichtigten Umverteilungswirkungen seien durch zwingendes Vertragsrecht nicht erreichbar. Werde eine Vertragsbestimmung durch eine ausgleichende, angemessene Bestimmung ersetzt, so werde die unterlegene Vertragspartei ihre Verhandlungsmacht nur bei anderen Vertragsbestimmungen ausnutzen, die schwieriger kontrollierbar seien. Zum gleichen Argument im Zusammenhang mit der Regulierung eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen s. oben Teil 3, bei Fn. 912 ff. Dahinter steht bei *Ben-Shahar* die Auffassung, dass Vertragsrecht kein geeignetes Regulierungsinstrument ist, um Verteilungseffekte zu erzielen. Allgemein zur Trennung zwischen Allokations- und Verteilungsfragen s. schon oben Teil 1, bei Fn. 47, sowie Teil 2, bei Fn. 112, 224, und Teil 3, bei Fn. 772, 849, 910, 1113. Auch wenn *Ben-Shahar* das vierte Regulierungsmodell präferiert, geht er zum zweiten Regulierungsmodell über, sobald die Gefahr besteht, dass eine Vertragspartei im dargestellten Sinne opportunistisch handeln wird.

Weiterhin wird die Wahl zwischen den Regulierungsmodellen von der Höhe bestehender Transaktionskosten beeinflusst. Sind die Transaktionskosten gering, erscheint das erste Regulierungsmodell attraktiv. Die Vertragsparteien können sich dann untereinander ohne hohe Kosten auf eine andere Vertragsbestimmung einigen, wenn ein Gericht eine Vertragsbestimmung für unwirksam erklärt hat.¹⁵³¹ Sind die Transaktionskosten hoch, bietet sich das dritte Regulierungsmodell an. In einem solchen Fall bestimmt das Gericht für die Vertragsparteien die angemessene Ersatzbestimmung. Damit lässt sich das erste Regulierungsmodell im Sinne der Kategorisierung von *Guido Calabresi* und *Douglas Melamed*¹⁵³² als „property rule“, das dritte Regulierungsmodell als „liability rule“ verstehen.¹⁵³³ Ein Übergang vom ersten zum dritten Regulierungsmodell ist notwendig, wenn hohe Transaktionskosten Verhandlungen unter den Vertragsparteien erschweren.¹⁵³⁴

Bei einer solchen Betrachtungsweise lassen sich nicht nur Parallelen zu den „penalty defaults“ von *Ian Ayres* und *Robert Gertner* identifizieren.¹⁵³⁵ Es zeigen sich auch Parallelen zu den Regulierungsmodellen optionalen Vertragsrechts.¹⁵³⁶ Entscheidet sich die stärkere Vertragspartei,¹⁵³⁷ in einem Vertrag eine unwirksame Bestimmung zu verwenden, wird die Bestimmung im dritten Regulierungsmodell vom Gericht durch eine angemessene Ersatzregelung substituiert. Entscheidet sich die stärkere Vertragspartei dagegen für eine weniger weit reichende Bestimmung, ist diese wirksam und durchsetzbar.

¹⁵³¹ Die Vertragsparteien können diesen Mechanismus auch antizipieren, s. dazu das Beispiel unten Teil 3, in Fn. 1534.

¹⁵³² *Calabresi/Melamed*, 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972).

¹⁵³³ Allgemein zum Konzept von „property“ und „liability rules“ s. oben Teil 3, Fn. 585.

¹⁵³⁴ Grundlegend *Craswell*, 60 U. Chi. L. Rev. 1 (1993), der dies auf S. 10 ff. an einem Beispiel verdeutlicht: Ein Verkäufer verkauft einem Käufer eine Kaufsache unter Verwendung ausführlicher allgemeiner Geschäftsbedingungen. Sind manche dieser Bedingungen unwirksam, weil der Käufer diese nicht effektiv wahrgenommen hat, kann der Gesetzgeber zwischen zwei Regelungsmodellen wählen. Wählt er das erste Regelungsmodell, mithin eine „property rule“, ist der Vertrag nichtig. Dies wird der Verkäufer antizipieren, den Käufer auf alle Geschäftsbedingungen hinweisen und bezüglich aller Bedingungen sein ausdrückliches Einverständnis einholen. Dadurch löst sich der Charakter der Bedingungen als allgemeine Geschäftsbindungen, die im Massenverkehr des täglichen Geschäftslebens verwendet werden können, auf. Die Transaktionskosten einer solchen „property rule“ sind zu hoch. Daher kann es sich für den Gesetzgeber empfehlen, auf das dritte Regelungsmodell, mithin eine „liability rule“, auszuweichen. Unter diesem Modell bleibt der Vertrag grundsätzlich wirksam, nur wird die unwirksame Bestimmung durch eine angemessene Alternativbestimmung ersetzt. S. zum Ganzen auch *Hatzis/Zervogianni*, S. 3 f.

¹⁵³⁵ Dazu *Craswell*, 60 U. Chi. L. Rev. 1, 12 ff. (1993).

¹⁵³⁶ *Craswell*, 60 U. Chi. L. Rev. 1, 21 (1993).

¹⁵³⁷ In der ökonomischen Vertragstheorie wird von „Verhandlungsmacht“ („bargaining power“) gesprochen. Eine Vertragspartei hat alle Verhandlungsmacht, wenn sie die Bedingungen des Vertragsschlusses ihrem Vertragspartner diktieren kann, dieser also nur das Vertragsangebot ohne Änderungen annehmen oder ablehnen kann („take-it-or-leave-it offer“); s. *Bolton/Dewatripont*, S. 6.

Diesen Mechanismus kann die Vertragspartei antizipieren. Durch die unterschiedliche Ausgestaltung der angemessenen Ersatzregelung kann der Gesetzgeber daher beeinflussen, wie häufig die stärkere Vertragspartei zu weit reichende Vertragsbestimmungen verwenden wird. Dies entspricht der Untersuchung optionalen Vertragsrechts. Diesbezüglich hatte die vorliegende Untersuchung gezeigt, dass durch die unterschiedliche Ausgestaltung optionaler Standard-Regelungen beeinflusst werden kann, ob und wie häufig Vertragsparteien aus der Standard-Regelung heraus optieren.¹⁵³⁸

cc) Anwendungsbeispiele

Vor diesem Hintergrund ist zu untersuchen, welche Regulierungsmodelle Rechtsprechung und Lehre verwenden, um die Rechtsfolgen unwirksamer Vertragsbestimmungen festzulegen. Mit diesem Problem haben sich Rechtsprechung und Lehre seit langem beschäftigt.¹⁵³⁹ Die Diskussion reicht über das Vertragsrecht im engen Sinne hinaus. Sie spannt sich vom Anfechtungsrecht über die Saldotheorie im Bereicherungsrecht sowie faktische Arbeits- und Gesellschaftsverträge bis zu Rechtsfiguren wie der halbseitigen Teilnichtigkeit.¹⁵⁴⁰ Inwieweit es Rechtsprechung und Lehre gelungen ist, hinsichtlich der Rechtsfolgen unwirksamer Vertragsbestimmungen ein einheitliches dogmatisches Gerüst zu entwickeln, soll im Folgenden an einigen Beispielen aus dem allgemeinen Zivilrecht aufgezeigt werden.

(1) Geltungserhaltende Reduktion unwirksamer allgemeiner Geschäftsbedingungen

Es ist eine der Grundfragen des Rechts der allgemeinen Geschäftsbedingungen, in welchem Umfang Klauseln, die gegen §§ 305 ff. BGB verstoßen, zur Unwirksamkeit vertraglicher Vereinbarungen führen. § 306 Abs. 1, 2 BGB ordnet im Grundsatz an, dass der Vertrag im Übrigen wirksam bleiben soll und eventuell auftretende Lücken durch gesetzliche Vorschriften ergänzt werden.

In verschiedenen Konstellationen wird diese Rechtsfolge als zu weit gehend angesehen. Es wird versucht, die fragliche Klausel auf einen wirksamen Bestandteil zurecht zu kürzen und dadurch die Rechtsfolge des § 306 Abs. 2 BGB zu umgehen.¹⁵⁴¹ Auch hilft § 306 Abs. 2 BGB nicht weiter, wenn keine gesetzliche Vorschrift existiert, mit der die Vertragslücke gefüllt werden kann. Zwar wird eine geltungserhaltende Reduktion grundsätzlich als unzulässig angese-

¹⁵³⁸ Dazu allgemein oben Teil 3, D.II.2.c)cc), S. 203.

¹⁵³⁹ S. nur die Habilitationsschrift von *Parwowski*.

¹⁵⁴⁰ Dazu *Canaris*, NJW 1985, 2403; *Armbrüster* in: Münchener Kommentar BGB, § 134 Rdnr. 77.

¹⁵⁴¹ § 306 Abs. 2 BGB sieht vor: „Soweit die Bestimmungen ... unwirksam sind, richtet sich der Inhalt des Vertrags nach den gesetzlichen Vorschriften“; s. *Basedow* in: Münchener Kommentar BGB, § 306 Rdnr. 12.

hen.¹⁵⁴² Dies wird insbesondere mit dem Argument begründet, opportunistisches Verhalten des Verwenders müsse unterbunden werden. Die Verwendung von Klauseln, die gegen §§ 305 ff. BGB verstoßen, wird als eine objektiv zur Täuschung geeignete Störung des Rechtsverkehrs angesehen. Der Verwendungsgegner wird es regelmäßig nicht auf einen Prozess ankommen lassen, sondern allgemeine Geschäftsbedingungen inklusive unwirksamer Klauseln hinnehmen. Daraus kann für den Verwender ein Anreiz entstehen, unwirksame Klauseln zu verwenden, die dann *ex post* vom Gericht auf das gerade noch zulässige Maß zurechtgestutzt werden.¹⁵⁴³ Wie oben dargestellt, kann mit diesem Anreizargument ein Übergang vom Regulierungsmodell vier bis zum Regulierungsmodell eins begründet werden.¹⁵⁴⁴ Das Verbot geltungserhaltender Reduktion kann mit diesem Anreizargument legitimiert werden.

Zwar hat die Rechtsprechung das Verbot der geltungserhaltenden Reduktion oftmals postuliert.¹⁵⁴⁵ In der Praxis ist das Verbot aber in vielen Bereichen durchlöchert. Teilweise reduziert die Rechtsprechung eine streitige Klausel durch eine Vertragsauslegung und unterwirft die Klausel mit reduziertem Inhalt der Kontrolle nach §§ 305 ff. BGB.¹⁵⁴⁶ Teilweise schließt die Rechtsprechung eine Lücke, die durch die Unwirksamkeit einer Klausel entstanden ist, unter Rückgriff auf die Rechtsnatur eines Vertrags, die dann nach § 306 Abs. 2 BGB maßgeblich sein soll.¹⁵⁴⁷ Schließlich zerlegt die Rechtsprechung eine Klausel

¹⁵⁴² *Roloff* in: Erman, § 306 Rdnr. 8; *Heinrichs* in: *Palandt*, vor § 307 Rdnr. 8; *Schmidt* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 306 Rdnr. 15; BGH NJW 1982, 2309; 1989, 582; 1993, 335; 1994, 318; 1994, 2693; 1998, 671, 673; 2000, 1110, 1113; NJW-RR 2001, 342; BAG NJW 2005, 3305, 3307.

¹⁵⁴³ *Heinrichs* in: *Palandt*, vor § 307 Rdnr. 8; *Roloff* in: Erman, § 306 Rdnr. 8; *Schlosser* in: *Staudinger*, § 306 Rdnr. 22; s. a. *Basedow* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 306 Rdnr. 14. Ob die Anreizthese empirisch zutrifft, ist umstritten; s. *Schlosser* in: *Staudinger*, § 306 Rdnr. 24; *Schmidt* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 306 Rdnr. 15.

¹⁵⁴⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1530.

¹⁵⁴⁵ Zu Nachweisen s. *Roloff* in: Erman, § 306 Rdnr. 10 und oben Teil 3, Fn. 1542.

¹⁵⁴⁶ So in BGH NJW 1983, 250; BGH NJW 1985, 738; BGHZ 97, 212; s. a. *Basedow* in: *Münchener Kommentar BGB*, § 306 Rdnr. 16.

¹⁵⁴⁷ So die Entscheidung des Großen Zivilsenats zu revolvingierenden Globalsicherheiten, s. BGH NJW 1998, 671. Dort sah der Große Zivilsenat in Freigabeklauseln, die vom Ermessen des Sicherungsnehmers abhängen oder eine unangemessene Deckungsgrenze vorsehen, einen Verstoß gegen § 306 BGB (§ 9 AGBG a.F.). Daraus folgerte er jedoch nicht die Gesamtnichtigkeit der betroffenen Sicherungsübereignung, sondern leitete aus der fiduziarischen Rechtsnatur der Sicherungsübereignung einen ermessensunabhängigen Freigabeanspruch des Sicherungsgebers her. Der ermessensunabhängige Freigabeanspruch entspringe der fiduziarischen Rechtsnatur des Sicherungsvertrags, der durch einen ermessensabhängigen Freigabeanspruch nur überlagert werde. Sei der ermessensabhängige Freigabeanspruch wegen Verstoßes gegen §§ 305 ff. BGB unwirksam, so trete der ermessensunabhängige Freigabeanspruch wieder hervor. Auch liege kein Verstoß gegen das Verbot der geltungserhaltenden Reduktion vor. Der ermessensunabhängige Freigabeanspruch sei Bestandteil des Rechtszustandes, der ohne die unwirksame Klausel bestehen würde. Damit werde nur die Rechtsfolge des § 306 Abs. 2 BGB verwirklicht; s. BGH NJW 1998, 671, 673.

mitunter in einen inhaltlich zulässigen und einen inhaltlich unzulässigen Teil, wodurch die Unwirksamkeitsfolge des § 306 Abs. 1 BGB auf den unzulässigen Teil beschränkt wird.¹⁵⁴⁸ Dies wird dann für zulässig gehalten, wenn die Trennung nach ihrem Wortlaut aus sich heraus verständlich und sinnvoll ist.¹⁵⁴⁹

Teilweise schließt die Rechtsprechung eine Lücke, die durch die Unwirksamkeit einer Klausel entstanden ist, im Wege ergänzender Vertragsauslegung.¹⁵⁵⁰ Oftmals zieht die Rechtsprechung dispositive Gesetzesvorschriften einer ergänzenden Vertragsauslegung vor.¹⁵⁵¹ Dies liegt einerseits an Beweisschwierigkeiten. Wäre es für eine ergänzende Vertragsauslegung völlig ungewiss, welche Regelung die Parteien gewählt hätten, wenn ihnen die Unzulässigkeit der beanstandeten Klausel bekannt gewesen wäre, muss auf dispositive Regelungen zurückgegriffen werden.¹⁵⁵² Andererseits werden Anreizgesichtspunkte angeführt. Die Benutzung von Formulklauseln geht auf das Risiko des Verwenders. Ist eine Klausel unwirksam, muss an die Stelle eine dispositive gesetzliche Regelung treten, selbst wenn günstigere Gestaltungsmöglichkeiten existiert hätten.¹⁵⁵³

Die Beispiele zeigen, dass die Rechtsprechung den Gedanken der „penalty defaults“, der hinter dem Verbot der geltungserhaltenden Reduktion liegt, mitunter aufweicht und sich vom zweiten in Richtung des vierten Regulierungsmodells bewegt, wenn sie die gesetzlich angeordnete Unwirksamkeit einer Ver-

¹⁵⁴⁸ So BGH NJW 1989, 831, 833, im Zusammenhang mit der Anlass-Rechtsprechung bei der Grundsuld, und BGH NJW 1995, 2553, 2557, hinsichtlich der Bürgschaft; s. a. *Roloff* in: Erman, § 306 Rdnr. 11 f.; *Heinrichs* in: *Palandt*, vor § 307 Rdnr. 11; *Schlosser* in: Staudinger, § 306 Rdnr. 20 ff.; *Schmidt* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 306 Rdnr. 16.

¹⁵⁴⁹ BGHZ 93, 29, 37, 48 f.; BGHZ 106, 19, 25 f.; BGHZ 125, 343, 348.

¹⁵⁵⁰ Grundlegend BGH NJW 1984, 1177, 1178 – *Tagespreisklausel*; *Basedow* in: Münchener Kommentar BGB, § 306 Rdnr. 15, 22 ff.; *Roloff* in: Erman, § 306 Rdnr. 13; *Schlosser* in: Staudinger, § 306 Rdnr. 12; *Schmidt* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 306 Rdnr. 11 f. Dabei ist darauf abzustellen, was die Parteien nach einem „objektiv generalisierenden Maßstab“ vermutlich redlicherweise vereinbart hätten, wenn sie die Unwirksamkeit der fraglichen Bedingung gekannt hätten; BGH NJW 2005, 3559, 3565; *Schlosser* in: Staudinger, § 306 Rdnr. 12; *Schmidt* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 306 Rdnr. 12.

¹⁵⁵¹ Von diesem Grundsatz wird nur abgewichen, wenn die dispositiven Regelungen keine angemessene Lösung bereitstellen, weil die im konkreten Fall „betroffenen Interessen in ihrer typischen Verknüpfung Sonderlösungen erheischen, für die die gesetzliche Regelung nicht konzipiert ist“, BGH NJW 1986, 1610, 1612. Dabei ist die Rechtsprechung jedoch sehr restriktiv. In BGH NJW 1986, 1610, 1612, lehnte der BGH beispielsweise das Vorliegen eines solchen Sonderfalles ab.

¹⁵⁵² BGH NJW 1982, 2309, 2310; 1983, 2817, 2819; 1986, 924, 925; 1986, 1610, 1612; 2000, 1110, 1114; OLG Celle, NJW-RR 1995, 1133, 134; *Basedow* in: Münchener Kommentar BGB, § 306 Rdnr. 28; *Roloff* in: Erman, § 306 Rdnr. 13; kritisch *Schlosser* in: Staudinger, § 306 Rdnr. 15; *Schmidt* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 306 Rdnr. 13. Mitunter scheitert auch die Konstruktion eines hypothetischen Alternativsituation vollständig. Fehlt es an dispositivem Recht und sind zahlreiche AGB-Klauseln unwirksam, wodurch eine ergänzende Vertragsauslegung unmöglich wird, weil dies zu einer Änderung des Vertrags führen würde, bleibt nur die Unwirksamkeit des Vertrags im Ganzen; s. BGH NJW 1969, 230; 1983, 159.

¹⁵⁵³ BGH NJW 1986, 1610, 1612.

tragsklausel als zu weitgehend betrachtet. Einheitliche Kriterien, wann die Rechtsprechung vom einen in das andere Regulierungsmodell wechselt, sind nicht ersichtlich. Auch sind die Grenzen zwischen den verschiedenen methodischen Ansätzen, mit denen die Rechtsprechung faktisch eine geltungserhaltende Reduktion unwirksamer Klauseln erreicht, fließend.¹⁵⁵⁴

(2) *Geltungserhaltende Reduktion bei Nichtigkeit gemäß §§ 134, 138 BGB*

Ähnliche Fragen stellen sich bei den Nichtigkeitsvorschriften der §§ 134, 138 BGB. Im Rahmen des § 138 Abs. 1 BGB lässt sich eine Aufweichung des Grundsatzes umfassender Nichtigkeit erkennen.¹⁵⁵⁵ Die Begründungsmuster, mit denen ein Rechtsgeschäft aufrechterhalten wird, das gegen § 138 Abs. 1 BGB verstößt, differieren. Beschränkt sich die Sittenwidrigkeit auf einen abtrennbaren Teil des Vertrags, kann die Nichtigkeit auf diesen Teil beschränkt werden.¹⁵⁵⁶ Problematischer ist, ob eine einheitliche Vertragsabrede in ihrem Umfang reduziert werden kann. Die Rechtsprechung hat dies insbesondere in Fällen anerkannt, in denen die Hauptleistung quantitativ aufteilbar ist. Durch diese Reduktion stelle sich die rechtsgeschäftliche Regelung nicht mehr als sittenwidrig dar.¹⁵⁵⁷ Darin ist eine zulässige geltungserhaltende Reduktion zu sehen.¹⁵⁵⁸ Auch hier zeigt sich die Tendenz der Rechtsprechung, sich vom ersten Regulierungsmodell in Richtung des vierten Regulierungsmodells zu bewegen, wenn sie die gesetzlich angeordnete Nichtigkeit einer vertraglichen Vereinbarung als zu weitgehend betrachtet.

Jedoch sind der teilweisen Aufrechterhaltung nichtiger Rechtsgeschäfte Grenzen gesetzt. So lehnt die Rechtsprechung eine geltungserhaltende Reduktion nichtiger Vertragsbestimmungen ab, wenn die Nichtigkeit nicht nur aus einer überlangen vertraglichen Bindung der Vertragsparteien resultiert. Während in solchen Fällen der Vertragsteil, der die Vertragsbestimmung sittenwidrig macht – nämlich die lange Vertragsdauer –, eindeutig bestimmt werden

¹⁵⁵⁴ Paradigmatisch LG Köln, NJW-RR 2002, 703: „geltungserhaltende Reduktion auf Grund ergänzender Vertragsauslegung“. Dies erkennt auch der BGH an, s. nur BGH NJW 1998, 450, 451 f.

¹⁵⁵⁵ Dagegen wird bei Verstoß gegen § 138 Abs. 2 BGB regelmäßig der Grundsatz der Gesamtnichtigkeit aufrecht erhalten, s. *Armbrüster* in: Münchener Kommentar BGB, § 138 Rdnr. 161.

¹⁵⁵⁶ *Armbrüster* in: Münchener Kommentar BGB, § 138 Rdnr. 159. Zur Bedeutung des § 139 BGB in solchen Fällen s. *Busche* in: Münchener Kommentar BGB, § 139 Rdnr. 12 ff., mit Beispielen aus dem Miet-, Kauf- und Verbraucherschutzrecht.

¹⁵⁵⁷ BGH NJW 1972, 1459; 1985, 2693, 2695; 1992, 2145, 2146 (jeweils zu Bierbezugsverträgen); BGH WM 1974, 257, 260 – *Maklerbindung*; BGHZ 68, 1, 5 – *Dauer einer Ankaufverpflichtung*; BGH NJW 1989, 2681 – *gesellschaftsvertragliche Ausschlussklausel*; BGH NJW 2000, 2584, 2585; 2005, 3061, 3062 (jeweils zu Wettbewerbsverboten); BGH WuW/E DE-R 1305, 1306 – *Restkaufpreis* (zu Verstößen gegen § 1 GWB); s. a. BGH NJW 1997, 3087, 3090 – *Tierarztpraxis*; zu wucherähnlichen Darlehen s. *Roth*, ZHR 153 (1989), 423, 440 ff.

¹⁵⁵⁸ *Armbrüster* in: Münchener Kommentar BGB, § 138 Rdnr. 161.

kann, ist eine geltungserhaltende Reduktion nicht möglich, wenn die Sittenwidrigkeit noch aus anderen Gründen folgt und der sittenwidrige Vertragsinhalt daher nicht eindeutig ausgeschieden werden kann.¹⁵⁵⁹ Daher wird eine geltungserhaltende Reduktion bei Wettbewerbsverboten, die räumlich oder sachlich zu weit gehen, abgelehnt.¹⁵⁶⁰ Die denkbaren Regelungen sind zu vielfältig, eine entsprechende richterliche Regelung würde in einem Maße Rechtsgestaltung betreiben, die über den richterlichen Gestaltungsspielraum hinausgeht.¹⁵⁶¹ Solche Unklarheiten müssen zu Lasten der Betroffenen gehen. § 138 BGB weist ihnen das Risiko zu, dass eine zwischen ihnen getroffene Vereinbarung sittenwidrig und nichtig ist.¹⁵⁶²

Hinter dieser Argumentation verbirgt sich eine Spielart des Gedankens, der bei der Analyse von „property rule“ und „liability rule“ dargestellt wurde.¹⁵⁶³ Zwar ist das dritte Regulierungsmodell dem ersten Regulierungsmodell vorzuziehen, wenn hohe Transaktionskosten Verhandlungen unter den Vertragsparteien erschweren.¹⁵⁶⁴ Dies gilt allerdings nicht, wenn die Kosten des Gerichts im Rahmen des dritten Regulierungsmodells noch höher sind als die Transaktionskosten der Vertragsparteien. Dann ist wiederum das erste Regulierungsmodell zu wählen.

Auch bei einer Nichtigkeit gemäß § 134 BGB stellt sich die Frage der Reichweite der Nichtigkeit. Richtigerweise muss dies dem Zweck des Verbotsgesetzes entnommen werden.¹⁵⁶⁵ Verstößt beispielsweise ein überhöhter Preis gegen ein Verbotsgesetz, so ist fraglich, ob an die Stelle der unzulässigen Preisabrede der höchstzulässige oder der übliche Preis tritt oder ob die Zahlungspflicht vollständig entfällt. Bei überhöhten Mietabreden, die gegen §§ 5 WiStG, 134 BGB verstoßen, entfällt nach allgemeiner Meinung nicht die gesamte Mietzinsabrede.¹⁵⁶⁶ Vielmehr reduziert die herrschende Meinung die Vereinbarung auf den Mietzins, der gerade noch nach § 5 Abs. 2 WiStG zulässig ist.¹⁵⁶⁷ Dies wird damit begründet, dass die Teilnichtigkeit nicht weiter als die tatbestandliche Erfüllung des Verbotsgesetzes reichen könne. Was das Gesetz nicht verbiete, sei rechtmäßig und könne daher nicht der Nichtigkeitsfolge nach § 134

¹⁵⁵⁹ BGH NJW 1979, 1605, 1606; BGH NJW-RR 1989, 800, 801; BGH NJW 2005, 3061, 3062 (jeweils zu Wettbewerbsverboten).

¹⁵⁶⁰ S. nur BGH WuW/E DE-R 1305, 1306 – *Restkaufpreis*.

¹⁵⁶¹ BGH NJW 1997, 3087, 3090 – *Tierarztpraxis*.

¹⁵⁶² BGH NJW 1997, 3087, 3090 – *Tierarztpraxis*. Zu diesem Anreizgesichtspunkt s. a. *Armbrüster* in: Münchener Kommentar BGB, § 138 Rdnr. 161.

¹⁵⁶³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1532 ff.

¹⁵⁶⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1534.

¹⁵⁶⁵ *Armbrüster* in: Münchener Kommentar BGB, § 134 Rdnr. 106.

¹⁵⁶⁶ S. nur BGH NJW 1984, 722, 723.

¹⁵⁶⁷ BGH NJW 1984, 722, 723; BGH NZM 2006, 291; OLG Frankfurt, ZMR 2000, 753 f.; BVerfG NJW 1994, 993.

BGB anheimfallen.¹⁵⁶⁸ Anreizgesichtspunkte, die gegen den gerade noch zulässigen Mietzins und für die ortsübliche Vergleichsmiete sprechen,¹⁵⁶⁹ werden in diesem Fall vernachlässigt. Hier wählt die Rechtsprechung also das vierte Regulierungsmodell.

Insgesamt setzt die Rechtsprechung im Rahmen der §§ 134, 138 BGB auf das erste Regulierungsmodell, wenn andere Regulierungsmodelle zu spekulativ oder kostspielig sind oder das erste Regulierungsmodell aus Anreizgesichtspunkten geboten erscheint. Klare Kriterien, wann solche Anreizgesichtspunkte zu berücksichtigen sind und wann stattdessen auf das dritte oder vierte Regulierungsmodell zurückgegriffen werden kann, sind in der Rechtsprechung schwerlich erkennbar.

(3) *Ausschluss des Reuerechts bei angefochtenen Willenserklärungen*

Vergleichbare Probleme stellen sich auch außerhalb der §§ 134, 138, 305 ff. BGB. Bei der Anfechtung von Willenserklärungen lässt sich ein verwandtes Regelungsproblem identifizieren. Wird ein Rechtsgeschäft wirksam angefochten, ordnet § 142 Abs. 1 BGB dessen anfängliche und vollumfängliche Nichtigkeit an.¹⁵⁷⁰ Es gilt das erste Regulierungsmodell. Allerdings ist jedenfalls bei einer bloßen Anfechtung nach §§ 119, 120 BGB die Gefahr gering, dass der Anfechtungsgegner den Irrtum des Anfechtenden vorhersehen und opportunistisch ausnutzen wird. Dann geht das erste Regulierungsmodell, das solches opportunistisches Verhalten unterbinden will, zu weit. Daher wird mitunter ein Vergleich mit der hypothetischen Rechtslage angestellt, die eingetreten wäre, wenn der Anfechtungsgrund nicht bestanden hätte. Dann wird vom ersten auf das dritte Regulierungsmodell übergegangen.

Dies zeigt sich beim so genannten „Ausschluss des Reuerechts“, der die Wirkung des § 142 Abs. 1 BGB beschränkt.¹⁵⁷¹ Erfasst ein Inhalts-, Erklärungs- oder Eigenschaftsirrtum im Sinne des § 119 Abs. 1, 2 BGB oder ein Übermittlungsfehler nach § 120 BGB nur einen Teil der Willenserklärung einer Vertragspartei, stellt sich die Frage, ob sich die irrende Vertragspartei wenigstens an dem irrtumsfreien Teil der Willenserklärung festhalten lassen muss, wenn der Anfechtungsgegner dazu bereit ist.

¹⁵⁶⁸ BGH NJW 1984, 722, 723.

¹⁵⁶⁹ Dazu *Armbrüster* in: Münchener Kommentar BGB, § 134 Rdnr. 107.

¹⁵⁷⁰ Zum weiten Verständnis zwingenden Vertragsrechts und der zwingenden Wirkung von Anfechtungsregeln s. oben Teil 3, Fn. 1522. Die Anfechtung von Willenserklärungen nimmt im vorliegenden Zusammenhang insofern eine Sonderstellung ein, weil die Nichtigkeitsfolge des § 142 Abs. 1 BGB nicht automatisch, sondern erst nach Ausübung eines Gestaltungsrechts durch den Anfechtungsberechtigten eintritt.

¹⁵⁷¹ Dazu allgemein *Lobinger*, AcP 195 (1995), 274; *Wilhelm*; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 421 f.; *Kramer* in: Münchener Kommentar BGB, § 119 Rdnr. 142; *Müller*, JuS 2005, 18; *Pawlowski*, S. 301 ff.; *Boesche* in: Stathopoulos u.a. (Hrsg.), S. 3; *Heinrichs* in: *Palandt*, § 119 Rdnr. 2; s. auch schon *Gradenwitz*.

Dies mag folgendes Beispiel erläutern: V verkauft K einen Gegenstand. V verspricht sich und verlangt statt 6.000 € nur 5.000 € für den Gegenstand. Nach Übergabe und Übereignung bemerkt V seinen Irrtum und will seine Willenserklärung anfechten. V hat inzwischen einen Käufer gefunden, der für den Gegenstand 7.000 € zahlen würde. K ist nun bereit, auch 6.000 € zu zahlen.

Ficht V seine Willenserklärung gemäß § 119 Abs. 1 2. Alt. BGB an, führt dies nach herrschender Meinung nicht zur einer Nichtigkeit des gesamten Rechtsgeschäfts nach § 142 Abs. 1 BGB. Zwar kennt das BGB – anders als viele anderen europäischen Rechtsordnungen – keine Beschränkung des Anfechtungsrechts auf das „Gewollte“.¹⁵⁷² Dennoch soll dem Anfechtenden auch hierzulande kein Reuerecht zustehen. Der Anfechtende soll wegen seines Irrtums nicht besser stehen, als er stehen würde, wenn er sich nicht geirrt hätte. Durch die Anfechtung sollen nur die Folgen des Irrtums beseitigt werden können.¹⁵⁷³ Weitergehende umfassenden „Befreiungsrechte“ kennt das BGB nur im Bereich des Verbraucherschutzes.¹⁵⁷⁴ Daher ist es angemessen, den Anfechtenden an den Teil seiner Willenserklärung zu binden, der keinem Irrtum unterlag. V kann also von K die Zahlung von 6.000 € verlangen, sich aber nicht vollständig vom Kaufvertrag mit K lösen.

Die rechtlichen Konstruktionen für dieses Ergebnis differieren im Einzelnen. Verbreitet ist ein Rückgriff auf Treu und Glauben in Form eines *venire contra factum proprium*.¹⁵⁷⁵ Teilweise wird eine teleologische Reduktion der Irrtumsregeln,¹⁵⁷⁶ eine Anpassung der §§ 145 ff. BGB¹⁵⁷⁷ oder eine Umdeutung gemäß § 140 BGB¹⁵⁷⁸ erwogen. Eine „Teilanfechtung“ wird regelmäßig abgelehnt.¹⁵⁷⁹ Jedoch wird teilweise eine „Zwei-Vertrags-Lösung“ vertreten, wo-

¹⁵⁷² Einen rechtsvergleichenden Überblick liefern *Boesche* in: Stathopoulos u.a. (Hrsg.), S. 3, 8 ff.; *Kramer*, S. 124 ff.

¹⁵⁷³ *Lobinger*, AcP 195 (1995), 274, 279, erblickt darin zu Recht den Grundsatz der Unbeachtlichkeit von Motivirrtümern; s. a. *Boesche* in: Stathopoulos u.a. (Hrsg.), S. 3, 6 f. Dazu unter rechtsökonomischen Gesichtspunkten *Adams*, AcP 186 (1986), 453, 460. Im Allgemeinen ist die rechtsökonomische Analyse von Anfechtungsregeln stark von den U.S.-amerikanischen Regeln zum „mutual“ und „unilateral mistake“ geprägt. Sie konzentriert sich regelmäßig auf Anreizwirkungen, die von Anfechtungsregeln hinsichtlich einer Kostenminimierung oder einer Informationsproduktion ausgehen können; s. *Smith/Smith*, 19 J. Legal Stud. 467 (1990); *Rasmusen/Ayres*, 22 J. Legal Stud. 309 (1993); *Cooter/Ulen*, 291 ff.

¹⁵⁷⁴ *Boesche* in: Stathopoulos u.a. (Hrsg.), S. 3, 5.

¹⁵⁷⁵ *Kramer* in: Münchener Kommentar BGB, § 119 Rdnr. 142 m.w.N.; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 422; kritisch *Lobinger*, AcP 195 (1995), 274, 275 Fn. 14.

¹⁵⁷⁶ *Spieß*, JZ 1985, 593, 598 f.

¹⁵⁷⁷ *Wilhelm*, S. 100 ff.

¹⁵⁷⁸ Zu weiteren Ansätzen s. *Lobinger*, AcP 195 (1995), 274, 275 ff., 280 ff.; *Spieß*, JZ 1985, 593, 594 ff.; *Boesche* in: Stathopoulos u.a. (Hrsg.), S. 3, 13 ff.; *Wilhelm*, S. 64 ff.

¹⁵⁷⁹ Dies wird oftmals damit begründet, eine Willenserklärung lasse sich nicht künstlich aufspalten; s. nur *Spieß*, JZ 1985, 593, 594, 597; *Boesche* in: Stathopoulos u.a. (Hrsg.), S. 3 13. Schwere wiegt der Einwand, die Konstruktion über eine Teilanfechtung erfasse nur Fälle einer Quantitätsabweichung, s. *Wilhelm*, S. 67 f.

nach der Anfechtende eine umfassende Anfechtungserklärung hinsichtlich des geschlossenen Vertrags abgeben kann, aber damit zugleich ein Angebot auf Abschluss eines Vertrags zu den vom Anfechtenden gewollten Bedingungen abgibt, das der Anfechtungsgegner nun annehmen kann.¹⁵⁸⁰

Unabhängig von diesen Unterschieden in der rechtlichen Konstruktion ist das Ergebnis weitgehend unbestritten. Das Reuerecht des Anfechtenden wird abgelehnt, das erste Regulierungsmodell wird als zu weit gehend angesehen. Rechtsprechung und Lehre gehen durch unterschiedliche dogmatische Konstruktionen vom ersten zum dritten Regulierungsmodell über.

(4) Gesetzliche Anordnung eines Regulierungsmodells

Mitunter schreibt schon das Gesetz eines der dargestellten Regulierungsmodelle zur Bewältigung der Rechtsfolgen unwirksamer Rechtsgeschäfte vor. § 343 Abs. 1 S. 1 BGB¹⁵⁸¹ ordnet das dritte Regulierungsmodell bei unverhältnismäßig hohen Vertragsstrafen an. Gleiches gilt gemäß § 655 BGB¹⁵⁸² bei Vereinbarung eines zu hohen Maklerlohnes. Dagegen ist bei § 297 Nr. 1 SGB III und § 2 Vermittler-Vergütungsverordnung¹⁵⁸³ umstritten, ob das Gesetz das vierte¹⁵⁸⁴ oder das erste¹⁵⁸⁵ Regulierungsmodell anordnet.¹⁵⁸⁶ Fehlt bei einem Verbraucherdarlehensvertrag die Angabe des zugrunde gelegten Zinssatzes, des effektiven Jahreszinses oder des Gesamtbetrags (§ 492 Abs. 1 S. 5 Nr. 1a, 2, 4, 5 BGB), führt dies grundsätzlich zur Nichtigkeit des Verbraucherdarlehensvertrags, § 494 Abs. 1 BGB. Allerdings kann der Vertrag durch die Übergabe des Darlehensbetrags an den Darlehensnehmer geheilt werden, § 494 Abs. 2 S. 1 BGB. Dann ermäßigt § 494 Abs. 2 S. 2 BGB jedoch den vertraglich vereinbarten Zinssatz auf den gesetzlichen Zinssatz des § 246 BGB. Diese Rechtsfolge gibt dem Darlehensgeber einen Anreiz, dem Verbraucher alle Informationen des § 492 Abs. 1 S. 2 BGB offenzulegen. Fehlt die Angabe des effektiven Jahreszinses nicht, sondern wird er als zu niedrig angegeben, enthält § 494 Abs. 3

¹⁵⁸⁰ Boesche in: Stathopoulos u.a. (Hrsg.), S. 3, 22 ff.; Schumann, JuS 1999, 977, 979; s. a. Wilhelm, S. 100 ff. Auch diese Lösung sieht sich konstruktiven Einwänden ausgesetzt. In der Anfechtungserklärung immer ein – zumindest konkludentes – Angebot auf Abschluss des gewollten Vertrags zu sehen, erscheint gekünstelt. Auch ist fraglich, zu welchem Zeitpunkt das Angebot eines auf Abschluss eines irrtumsfreien Vertrags eigentlich abgegeben wird.

¹⁵⁸¹ Die Vorschrift ist zwingendes Vertragsrecht, s. BGHZ 5, 133, 136; BGH NJW 1968, 1625; Gottwald in: Münchener Kommentar BGB, § 343 Rdnr. 2.

¹⁵⁸² Die Vorschrift ist ebenfalls nicht abdingbar, s. Roth in: Münchener Kommentar BGB, § 655 Rdnr. 5.

¹⁵⁸³ Vermittler-Vergütungsverordnung, BGBl. I Nr. 45 vom 27.6.2002, S. 2439.

¹⁵⁸⁴ So Roth in: Münchener Kommentar BGB, § 655 Rdnr. 7.

¹⁵⁸⁵ So Rixen, NZS 2002, 466, 469.

¹⁵⁸⁶ Zu ähnlichen Konstellationen im Wohnungsvermittlungs- und Wohnungsbindungsgesetz auch Roth in: Münchener Kommentar BGB, § 652 Rdnr. 78.

BGB eine ähnliche Regelung.¹⁵⁸⁷ Damit setzt § 494 BGB das zweite Regulierungsmodell um.

III. Zusammenfassung

Zwingendes Vertragsrecht muss mit der Heterogenität von Regelungsadressaten und -sachverhalten umgehen können. Dabei bietet es sich an, unterschiedliche Kategorien von Regelungsadressaten und -sachverhalten in zwingendem Vertragsrecht abzubilden. Die daraus gewonnene erhöhte Einzelfallgerechtigkeit und Rechtssicherheit wird mit einem Verlust an Flexibilität verkauft. Eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts kann versuchen, diese Nachteile kategorisierenden zwingenden Vertragsrechts durch die Schaffung von Optionsmöglichkeiten und die Ermöglichung der Selbstkategorisierung abzufedern. Dies wird mit einer erheblichen Komplexität des Regulierungsmodells erkaufte. Auch versagt das Regulierungsinstrument, wenn die Regelungsadressaten das Regulierungsinstrument nicht vollständig verstehen und ihre Optionsmöglichkeiten nicht rational ausüben.

Sind diese Nachteile zu schwerwiegend, kann eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts auf ein anderes Regulierungsinstrument zurückgreifen. Dabei berücksichtigt der Gesetzgeber die Heterogenität von Regelungsadressaten und -sachverhalten nicht. Die Bewältigung der Heterogenität wird vielmehr Rechtsprechung und Lehre zugewiesen. Dies hat den Vorteil höherer Einzelfallgerechtigkeit und den Nachteil niedrigerer Rechtssicherheit. Auch fällt es Rechtsprechung und Lehre schwer, allgemeine fall- und rechtsgebietsübergreifende Kriterien zu entwickeln, die bestimmen, in welchen Fällen welches Regulierungsmodell angewandt werden soll. Wie oben dargestellt, lassen sich manche Gerichtsentscheidungen zwar mit Hilfe von Anreiz- und Transaktionskostenüberlegungen rekonstruieren. Eine allgemeingültige Linie, welche die Entscheidungen verbindet, ist aber schwerlich erkennbar.¹⁵⁸⁸

Damit deutet sich eine weitere Grenze zwingenden Vertragsrechts an. Ist der Gesetzgeber mit sehr heterogenen Regelungsadressaten und -sachverhalten

¹⁵⁸⁷ Haben die Parteien ausnahmsweise einen Nominalzins unter dem gesetzlichen Zinssatz vereinbart, entfaltet § 494 Abs. 2 S. 2 BGB keine Wirkung. Weder ermäßigt sich der vereinbarte Zinssatz noch wird er auf den gesetzlichen Zinssatz erhöht, s. *Ulmer* in: Münchener Kommentar BGB, § 494 Rdnr. 28; *Möller* in: *Bamberger/Roth* (Hrsg.), § 494 Rdnr. 11.

¹⁵⁸⁸ Dazu hinsichtlich des deutschen Vertragsrechts s. oben Teil 3, E.II.2.c)cc), S. 298. Zum identischen Befund im U.S.-amerikanischen Vertragsrecht s. *Ben-Shahar*; *Craswell*, 60 U. Chi. L. Rev. 1, 64 (1993); rechtsvergleichend *Hatzis/Zervogianni*, S. 4 ff. Diese Schwierigkeiten beruhen auch darauf, dass die methodischen Mittel, mit denen Rechtsprechung und Gesetzgeber unterschiedliche Regulierungsmodelle umsetzen, vielfältig sind. Sie reichen von einer Beschränkung der Unwirksamkeit im Sinne einer Teilnichtigkeit über Einreden aus § 242 BGB, eine teleologische Reduktion von Unwirksamkeitsvorschriften und Präventionsgedanken bis hin zu gesetzlichen Regelungen.

konfrontiert, sind die Möglichkeiten, die Heterogenität in zwingendem Vertragsrecht abzubilden, begrenzt. Eine umfassende Lösung des Problems ist nicht ersichtlich. Wie der Gesetzgeber das Regulierungsinstrument zwingenden Vertragsrechts in einem solchen Umfeld ausgestalten sollte, kann eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts nur im konkreten Einzelfall beantworten. Dafür sind unter anderem das Ausmaß der Heterogenität, die Höhe von Transaktions- und Gerichtskosten, die Gefahr opportunistischen Verhaltens sowie die Häufigkeit gerichtlicher Entscheidungen ausschlaggebend.

Hinter solchen Abwägungen verbirgt sich einerseits ein allgemeiner Streit um die Ausgestaltung von Rechtsregeln. Die RechtsökonomInnen behandeln solche Fragen unter dem Stichwort „rules versus standards“, die Rechtsdogmatiker beschäftigen sich damit unter dem Stichwort des „beweglichen Systems“.¹⁵⁸⁹ Andererseits erfordert eine solche Abwägung normative Kriterien, anhand derer bestimmt werden kann, welche Bedeutung Aspekten wie Einzelfallgerechtigkeit, Flexibilisierung, Rechtssicherheit sowie Anreiz- und Transaktionskostenüberlegungen in einem bestimmten Umfeld zukommen. Dabei zeigt sich, dass eine rechtsgebietsübergreifende Rechtsetzungslehre, die sich als Steuerungswissenschaft begreift, auf normative Kategorien des Öffentlichen Rechts zurückgreifen kann.¹⁵⁹⁰

F. Zusammenfassung des Teils 3

Die vorliegende Untersuchung ist angetreten, einen rechtsökonomischen Beitrag zu einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts zu leisten. Nach einer Einführung und einer methodischen Grundlegung (oben Teile 1 und 2) ging es der Untersuchung im dritten Teil darum, anhand von Beispielen tatsächliche Grenzen zu identifizieren, an die der Gesetzgeber stößt, wenn er zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument einsetzt.¹⁵⁹¹ Die Beispiele aus dem allgemeinen Zivilrecht, dem Verbraucherschutzrecht sowie dem Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und Bankrecht zeigen unterschiedliche Grenzen, jenseits derer zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument versagt.

Zwingendes Vertragsrecht kann als Regulierungsinstrument versagen, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel tatsächlich nicht eintritt, weil das Regulierungsinstrument zur Erreichung des Ziels ungeeignet ist. Zur Veranschaulichung wurde untersucht, an welche Grenzen das Informationsmodell aus einer verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Perspektive stößt. Grenzen der menschlichen Fähigkeit zur Informationsaufnahme und -verar-

¹⁵⁸⁹ Dazu unten Teil 4, B.III, S. 343.

¹⁵⁹⁰ Dazu unten Teil 4, B.II.3, S. 340, insbesondere bei Fn. 205.

¹⁵⁹¹ Allgemein zum Erkenntnisinteresse der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, A, S. 2.

beitung können dazu führen, dass die vom Gesetzgeber verfolgten Ziele mit dem gewählten Regulierungsinstrument nicht erreicht werden (oben Teil 3, B, S. 48).

Zwingendes Vertragsrecht kann als Regulierungsinstrument versagen, wenn es zu unbeabsichtigten Nebenfolgen führt. Zur Veranschaulichung wurde untersucht, in welchem Umfang zwingende Widerrufsrechte im Fernabsatzgeschäft soziale Präferenzen von Verbrauchern verdrängen und damit zu einer künstlichen Erhöhung der Ausübung von Widerrufsrechten führen (oben Teil 3, C, S. 92).

Die Schaffung zwingenden Vertragsrechts kann weiterhin unnötig sein, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel durch andere Regulierungsinstrumente mit vergleichbarer Wirksamkeit erzielt werden kann. Dies wurde anhand eines Vergleichs von zwingendem und dispositivem Vertragsrecht im Übernahmerecht untersucht. Dabei wurde die Kategorie optionalen Vertragsrechts entwickelt. Optionales Vertragsrecht stellt aus dogmatischer Sicht dispositives Vertragsrecht dar. In seinen faktischen Auswirkungen kann es jedoch unter gewissen Umständen zwingendes Vertragsrecht ersetzen und gleichzeitig den Regelungsadressaten größere Flexibilität gewähren. Insbesondere zeigt sich, dass der Gesetzgeber durch die Ausgestaltung optionalen Vertragsrechts beeinflussen kann, in welchem Umfang Regelungsadressaten von den optionalen Standard-Regelungen abweichen. Optionales Vertragsrecht wirkt verhaltenssteuernd (oben Teil 3, D, S. 118).

Schließlich kann zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument an Grenzen stoßen, wenn angesichts heterogener Regelungsadressaten ein Regulierungsinstrument mit großem Detailgrad notwendig ist. Sind die Regelungsadressaten sehr heterogen, wird deren Regulierung durch zwingendes Vertragsrecht schwierig. Eine Kategorisierung von Regelungsadressaten verringert Einzelfallgerechtigkeit und Flexibilität. Eine Abfederung durch die Möglichkeit zur Selbstkategorisierung versagt, wenn die Regelungsadressaten keine perfekten *homines oeconomici* sind. Eine Verlagerung der Problematik auf die Rechtsprechung erschwert die Bildung allgemeiner Rechtsgrundsätze und einer übergreifenden Dogmatik (oben Teil 3, E, S. 265).

Damit zeichnet sich ab, dass der Trend des Gesetzgebers, zunehmend auf zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument zu setzen,¹⁵⁹² kritisch zu betrachten ist. Die rechtsökonomische Analyse zeigt, dass die Mächtigkeit zwingenden Vertragsrechts als Regulierungsinstrument mitunter überschätzt wird. Diese Erkenntnis kann zwar bei der gesetzlichen Ausgestaltung der dargestellten Anschauungsbeispiele und anderer vergleichbarer Problemfelder fruchtbar gemacht werden. Im vorliegenden Zusammenhang ging es aber darum, Bausteine einer funktionalen Rechtsetzungslehre zu entwickeln, welche

¹⁵⁹² Dazu oben Teil 1, bei Fn. 7 f.

die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Regulierungsinstrumente im Privatrecht untersucht.¹⁵⁹³ Daher soll im Folgenden zunächst ausgelotet werden, welche Konsequenzen aus der bisherigen Untersuchung für eine interdisziplinär fundierte Rechtswissenschaft zu ziehen sind (unten Teil 4, A, S. 311). Danach ist zu untersuchen, welche Konsequenzen sich für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts ergeben (unten Teil 4, B, S. 331).

¹⁵⁹³ Zur allgemeinen Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, A, S. 2, und C, S. 8.

Teil 4

Schlussfolgerungen

A. Konsequenzen für eine interdisziplinär fundierte Rechtswissenschaft

In methodischer Hinsicht ist es das Anliegen der vorliegenden Untersuchung, an konkreten Beispielen auszuloten, in welchem Umfang eine Rechtswissenschaft methodisch belastbar und tragfähig ist, die sich der Ökonomie und der Psychologie in ihrer heutigen Breite und Tiefe öffnet und theoretische Modelle sowie empirische und experimentelle Untersuchungen einbezieht.¹ Eine solche interdisziplinär fundierte Rechtswissenschaft muss sich insbesondere mit den Grenzen der jeweils verwendeten sozialwissenschaftlichen Methoden auseinandersetzen.

Zwar will die vorliegende Untersuchung keine allgemeine Analyse rechtsökonomischer Methoden vornehmen.² Im Folgenden sollen aber Grenzen rechtsökonomischer Methoden dargestellt werden, soweit sie bei der vorangegangenen Analyse der Beispiele aus dem allgemeinen Zivilrecht, dem Verbraucherschutzrecht sowie dem Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und Bankrecht offenbar wurden. Dazu wird auf Grenzen der herkömmlichen (unten Teil 4, A.I, S. 312), der experimentellen (Teil 4, A.II, S. 321) und der verhaltenswissenschaftlichen Rechtsökonomie (unten Teil 4, A.III, S. 322) eingegangen.³ Vor diesem Hintergrund ist zu untersuchen, welche Möglichkeiten und Grenzen eine interdisziplinär fundierte Rechtswissenschaft hat (unten Teil 4, A.IV, S. 328).

¹ Dazu oben Teil 1, nach Fn. 38.

² Zur Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung s. oben Teil 1, C, S. 8.

³ Die empirische Rechtsökonomie hat in der vorliegenden Untersuchung nur eine untergeordnete Rolle gespielt. Einziges Anschauungsbeispiel war die Untersuchung von *Yair Listokin* zum U.S.-amerikanischen Übernahmerecht in Teil 3, D.II.2.c)cc)(10), S. 245. Daher sei nur kurz darauf hingewiesen, dass die empirische Rechtsökonomie insbesondere mit der adäquaten Kodierung juristischer Sachverhalte in einem Format zu kämpfen hat, das zur Grundlage ökonomischer Untersuchungen gemacht werden kann; s. dazu die Nachweise oben Teil 2, in Fn. 200 sowie *Siems, RabelsZ* 72 (2008), 354, 377 ff.

I. Grenzen der herkömmlichen Rechtsökonomie

Die herkömmliche ökonomische Analyse des Rechts bildet rechtlich relevante Fragestellungen in ökonomischen Modellen ab, die auf dem rationaltheoretischen Verhaltensmodell aufbauen. Dieser Ansatz ist nicht ohne methodische Probleme. Die Analyse der Beispiele im dritten Teil der Untersuchung konnte vier Problemfelder identifizieren, die im Folgenden näher dargestellt werden.

1. Modellierung und Wirklichkeit

Ein üblicher Haupteinwand gegen die herkömmliche Rechtsökonomie, welche auf rationaltheoretischer Grundlage menschliches Verhalten modelliert, ist die Realitätsferne der Annahmen des rationaltheoretischen Verhaltensmodells. Wenn sich Menschen offensichtlich nicht entsprechend dieser Annahmen verhalten, lautet die Kritik, können die positiven und normativen Implikationen aus darauf aufbauenden Modellen nicht überzeugen.

Man muss nicht so weit gehen wie *Milton Friedman*, der in einem Beitrag aus dem Jahr 1953 argumentierte, eine ökonomische Theorie sei nicht an der Realitätsnähe ihrer Annahmen, sondern an der Fruchtbarkeit ihrer Ergebnisse zu messen.⁴ Annahmekritik sei von Ergebniskritik zu trennen.⁵ Es genügt schon, darauf hinzuweisen, dass das rationaltheoretische Verhaltensmodell keine psychologische Theorie ist, die tatsächliche mentale Prozesse abbilden will. Das rationaltheoretische Verhaltensmodell postuliert vielmehr, Menschen würden sich so verhalten, *als ob* sie ihren eigenen Nutzen rational maximieren.⁶ Daher liegt es im Interesse des rationaltheoretischen Verhaltensmodells, das Modell entsprechend anzupassen, wenn empirische und experimentelle Untersuchun-

⁴ *Friedman* in: *Friedman* (Hrsg.), S. 3, 41: „[An economic] theory cannot be tested by comparing its ‚assumptions‘ directly with ‚reality‘. Indeed, there is no meaningful way in which this can be done. Complete ‚realism‘ is clearly unattainable, and the question whether a theory is realistic ‚enough‘ can be settled only by seeing whether it yields predictions that are good enough for the purposes in hand or that are better than predictions from alternative theories. Yet the belief that a theory can be tested by the realism of its assumptions independently of the accuracy of its predictions is widespread and the source of much of the perennial criticism of economic theory as unrealistic. Such criticism is largely irrelevant, and, in consequence, most attempts to reform economic theory that it has stimulated have been unsuccessful.“

⁵ Dazu näher *Lehtinen/Kuorikoski*, *Phil. Soc. Sci.* 37 (2007), 115; *van Aaken*, S. 29 ff.; *Schäfer/Ott*, S. 3, 63 f.; *Posner*, S. 15 f.; *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 69 Fn. 3, 120 (2002); *Kirchgässner*, S. 26; *Mathis*, S. 38 ff.

⁶ S. a. *Mathis*, S. 26 f.: „... der *homo oeconomicus* [steht] nicht für ein umfassendes ‚Menschenbild‘ im Sinne der Philosophie oder Theologie, sondern stellt ein rein theoretisches Konstrukt dar, das auf ökonomische Problemstellungen – das heißt Knappheitsprobleme im weitesten Sinne – zugeschnitten ist. Der *homo oeconomicus* wird daher oft als ‚heuristische Fiktion‘ bezeichnet, das heißt es handelt sich bloss um eine Annahme, die der Analyse ökonomischer Probleme dient.“

gen abweichende Verhaltensmuster belegt haben.⁷ Die vielfältigen Forschungsanstrengungen der Psychologie sowie der verhaltenswissenschaftlichen und experimentellen Ökonomie und Rechtsökonomie, die in der vorliegenden Untersuchung aufgezeigt wurden, sind Beleg für den breit angelegten Versuch, das rationaltheoretische Verhaltensmodell zu verbessern.⁸

Davon ist der Einwand zu trennen, dass rechtsökonomische Modelle die Wirklichkeit nur selektiv wahrnehmen und nicht alle relevanten Aspekte eines rechtlichen Sachverhalts erfassen (können). Bezüglich dieses Einwands der Partialanalyse⁹ ist zu differenzieren. Der Einwand ist insofern zurück zu weisen, als er die Selektivität rechtsökonomischer Modelle grundsätzlich kritisiert. Die Reduktion von Komplexität ist jeder sozialwissenschaftlichen Theoriebildung gemein. Sie ist unabdingbar für eine analytische Aussage.¹⁰ Sie hat den Charme, präzise Vorhersagen zu ermöglichen.¹¹ Würde ein Modell versuchen, die Komplexität der Wirklichkeit vollständig abzubilden, könnte es zwar alles erklären, aber nichts mehr vorhersagen.¹² Es ist unmöglich, alle Aspekte der Wirklichkeit gleichzeitig untersuchen zu wollen.¹³

Eine solche Sichtweise ist auch dem Juristen nicht fremd. Ihm ist regelmäßig nur ein vergleichsweise kleiner Ausschnitt der Wirklichkeit bekannt, die er durch seine Entscheidung beeinflusst.¹⁴ Die prozessuale Aufarbeitung eines Sachverhalts vor Gericht ist eine nach bestimmten Regeln erstellte modellhafte Skizze der Wirklichkeit.¹⁵ Eine solche Fokussierung auf bestimmte Aspekte bei gleichzeitiger Ausblendung anderer Aspekte der Wirklichkeit ist nicht nur unvermeidlich. Sie ist notwendig.

Dennoch hat der Einwand, rechtsökonomische Modelle erfassen die Wirklichkeit nur selektiv, einen berechtigten Kern. Einerseits hat die Ökonomie keine Methode entwickelt, die beantworten kann, unter welchen Bedingungen

⁷ *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 268 Fn. 24; s. a. *Drexl*, S. 129 f.

⁸ Dass dies kein einfaches Unterfangen ist, zeigt *van Aaken*, S. 33, auf: „Die Bildung einer Theorie ist daher eine Gratwanderung zwischen dem Auffinden und der Formulierung der Bedingungen, die systematisch relevant, also nicht nur zufällig sind, und denjenigen, die bezüglich des betrachteten Problems nicht notwendig sind.“

⁹ Dazu allgemein *von Weizsäcker*, Freiheitsrechte, Präferenzen, S. 3 f.

¹⁰ *van Aaken*, S. 31 f.; *Engel* in: Brugger/Kirste/Anderheiden (Hrsg.), S. 103, 111; *Engel* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 205, 230 f.; *Mathis*, S. 41; *Weber* in: Winkelmann (Hrsg.), S. 146, 178.

¹¹ Exemplarisch *Engel* in: Engel (Hrsg.), S. 11, 39: „Nur wer eine Hypothese hat, sieht ... in der Wirklichkeit etwas. Erst scharfe Modelle lassen überdies häufig die richtigen Fragen stellen“; s. a. *Engel* in: Brugger/Kirste/Anderheiden (Hrsg.), S. 103, 111.

¹² Dazu im Zusammenhang mit ausufernden Präferenzbegriffen s. *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, 55.

¹³ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, 56.

¹⁴ *Engel* in: Engel (Hrsg.), S. 11, 23.

¹⁵ *Engel* in: Brugger/Kirste/Anderheiden (Hrsg.), S. 103, 157; *Vofßkuhle* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Vofßkuhle (Hrsg.), § 1 Rdnr. 29; s. a. *Engel* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 205, 231; *Engel* in: Engel (Hrsg.), S. 11, 28.

partialanalytische Effizienzuntersuchungen Aussagen über das gesellschaftliche Gesamtsystem zulassen.¹⁶ Andererseits ist zu beachten, dass sich – wie bei jeder wissenschaftlichen Methode – eine Wechselwirkung zwischen der rechtsökonomischen Methode, ihrem Erkenntnisgegenstand und ihrem Erkenntnisinteresse entwickelt.¹⁷ Die rechtsökonomische Methode läuft Gefahr, sich vornehmlich mit solchen Fragestellungen zu beschäftigen, die sich mit der Methode besonders gut beschreiben lassen. Das wird zum Problem, wenn Teile des normativ relevanten Sachverhalts mit der Methode besser beschrieben werden können als andere. Die ökonomische Analyse des Rechts darf den Rechtswissenschaftler nicht dazu verführen, nur noch jenen Teil der Wirklichkeit zu untersuchen, der innerhalb der Grenzen des verwendeten Modells liegt.¹⁸ Eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts muss auch Aspekte beachten, für deren Erfassung keine adäquaten ökonomischen Methoden zur Verfügung stehen.¹⁹ Auf dieses Problem wurde im Zusammenhang mit der Anwendung des „shareholder value“-Konzepts auf das Gesellschaftsrecht hingewiesen.²⁰

¹⁶ von Weizsäcker, Freiheitsrechte, Präferenzen, S. 3 f.: „[Es] wird implizit ... vorausgesetzt, dass es zulässig ist, die Frage nach der Effizienz zu beantworten unter der Annahme, dass eine Effizienzsteigerung des Subsystems einer Effizienzsteigerung des Gesamtsystems gleichkommt. Ob ein solches Vorgehen der Partialanalyse legitim ist, bleibt weitgehend eine offene Frage. Indessen befindet man sich mit solcher Partialanalyse in guter Gesellschaft mit allen anderen Sozialwissenschaften ... Die ökonomische Theorie weiß ... nur, dass hinreichende Bedingungen dafür, dass eine solche Partialanalyse legitim ist, darin bestehen, dass man unterstellt, dass das restliche System, das nicht in den Blick kommt, schon optimiert ist. Die Theorie kann darüber hinaus zeigen, dass diese Partialanalyse gerade nicht von vorneherein legitim ist, wenn der Rest des Systems in bestimmter Weise nicht optimal gestaltet ist. Dies ist die Problem des so genannten ‚second best‘.“

¹⁷ Dazu in verwaltungsrechtlichem Zusammenhang *Vofskuhle* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Vofskuhle (Hrsg.), § 1 Rdnr. 1.

¹⁸ Engel in: Brugger/Kirste/Anderheiden (Hrsg.), S. 103, 141; *Mathis*, S. 41 f. Die verhaltenswissenschaftliche Rechtsökonomie muss sich dem gleichen Problem stellen, s. *Mitchell*, 91 Geo. L.J. 67, 106 ff. (2002). Zu diesem Punkt im Rahmen der Debatte um die Neue Verwaltungsrechtswissenschaft s. *Vofskuhle* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Vofskuhle (Hrsg.), § 1 Rdnr. 27; *Spiecker gen. Döbmann*, DVBl. 2007, 1074. Zu diesem Punkt im Rahmen der Wohlfahrtstheorie s. *Kennedy*, 41 Md. L. Rev. 673, 603 (1982): „Why is it that the patent manipulability of efficiency arguments does not impair their attractiveness, while distributive and paternalist arguments, which are actually easier to grasp and to apply, seem excessively fuzzy? At least part of the answer, I think, is that the move to efficiency transposes a conflict between groups in civil society from the level of a dispute about justice and truth to a dispute about *facts* – about probably unknowable social science data that no one will ever actually try to collect but which provides ample room for fanciful hypotheses“ (Hervorhebung im Original).

¹⁹ *Schön* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 313, 316; Engel in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 205, 234 f.; Engel in: Engel (Hrsg.), S. 11, 22 ff. Dazu aus der Perspektive der Neuen Verwaltungsrechtswissenschaft s. *Spiecker gen. Döbmann*, DVBl. 2007, 1074. Zur Rechtswissenschaft als Entscheidungswissenschaft s. nur *Morlok*, DV 2007, Beiheft 7, S. 49, 70.

²⁰ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 185. Zu einem vergleichbaren Problem der asymmetrischen Integration relevanter Aspekte in rechtsökonomische Modelle im Kartellrecht s. *Bechtold*,

Zur Bewältigung des Problems ist ein langfristiger und ein kurzfristiger Ausweg ersichtlich. Langfristig ist es die Aufgabe der ökonomischen Analyse des Rechts, den methodischen Modellapparat derart zu erweitern, dass Aspekte, die bisher im Modell unterrepräsentiert waren, angemessen abgebildet werden können. Solange dies noch nicht geschehen ist, ist es kurzfristig die Aufgabe der ökonomischen Analyse des Rechts, auf diese Beschränkungen der Methode hinzuweisen. Zur endgültigen normativen Bewertung eines Regelungsproblems müssen dann ergänzende Erwägungen herangezogen werden, die mit Hilfe von Methoden außerhalb der Rechtsökonomie erlangt wurden.²¹

Mitunter wird das Problem auch nicht lösbar sein. Ein Regelungsproblem kann so komplex sein, dass es praktisch unmöglich wird, es in einem rechtsökonomischen Modell abzubilden. Versucht die Rechtsökonomie dennoch eine Modellierung eines solchen Regelungsproblems, wird dies damit erkauft, dass viele zusätzliche Annahmen in das Modell integriert werden. Der intellektuelle Erkenntnisgewinn, der durch eine zunehmende Formalisierung und Mathematisierung des ökonomischen Modells erlangt wird, führt nicht notwendigerweise zu einem vergleichbaren Fortschritt hinsichtlich der juristischen oder rechtspolitischen Verwertbarkeit des Modells.²² Es ist entweder zu kostspielig oder unmöglich herauszufinden, ob die zusätzlich eingeführten Annahmen in der Wirklichkeit zutreffen oder nicht.²³ Bei solch komplexen Regelungsproblemen muss sich die ökonomische Analyse des Rechts auf die Untersuchung von Teilaspekten beschränken, die dann in eine methodenübergreifende, umfassende Bewertung des gesamten Regelungsproblems einfließen kann.²⁴ Für diese umfassende Bewertung kann die Erfahrung, welche der Jurist durch die Rezeption unzähliger Entscheidungen und Sachverhaltskonstellationen im Laufe der Jahre angesammelt hat, hilfreicher sein als eine ökonomisch robust begründete, aber unter vielen Beschränkungen leidende Aussage der Rechtsökonomie.²⁵ Allerdings ist das Bestreben der Rechtsökonomie anzuerkennen, die Notwendig-

Kontrolle von Sekundärmärkten, S. 50, 64; im Urheberrecht s. *Bechtold*, Vom Urheber- zum Informationsrecht, S. 319 ff., 328 ff.

²¹ Allgemein zur Notwendigkeit eines Methodenpluralismus s. unten Teil 4, A.IV, S. 328.

²² Auch unter Ökonomen regt sich mitunter Zweifel gegenüber der zunehmenden Formalisierung und Mathematisierung der theoretischen Ökonomie, s. *George*, *J. Econ. Surv.* 21 (2007), 417; s. a. *Rubinstein*, *Econometrica* 74 (2006), 865.

²³ *Engel* in: *Brugger/Kirste/Anderheiden* (Hrsg.), S. 103, 112. Zu der zugrunde liegenden Abwägung auch *Scott*, 86 Va. L. Rev. 1603, 1646 f. (2000): „... academic lawyers, more than any other academic discipline, need to be mindful of the paradox of context which lies at the heart of the binary choice between the desert and the swamp ... Without context no legal rule can be applied, but with nothing but context no legal rule can be found. Accommodating this paradox is the central challenge for legal scholars today.“

²⁴ S. a. *Schön* in: *Engel/Schön* (Hrsg.), S. 313, 316.

²⁵ *Schön* in: *Engel/Schön* (Hrsg.), S. 313, 315; s. a. *Eifert* in: *Pieroth* (Hrsg.), S. 286, 312 f.; *Engel* in: *Engel* (Hrsg.), S. 11, 23, 26 f.

keit eines Rückgriffs auf Intuition, Alltagswissen, Routinen oder politische Präferenzen zurück zu drängen.²⁶

2. Positive und normative Theorie

Die ökonomische Analyse des Rechts besteht aus positiven und normativen Komponenten. Die positive ökonomische Analyse des Rechts will – auf der Grundlage von Modellen menschlichen Verhaltens – die Folgen von Rechtsregeln abschätzen. Die normative ökonomische Analyse des Rechts will – in der Regel auf der Grundlage der Wohlfahrtstheorie – Aussagen über die optimale Rechtsregel treffen.²⁷

Die normative ökonomische Analyse des Rechts sieht sich mit zwei Problemen konfrontiert. Erstens kann die einseitige Fokussierung der normativen Rechtsökonomie auf Fragen der statischen Allokationseffizienz kritisiert werden. Dadurch bleiben dynamische Aspekte,²⁸ Verteilungsfragen²⁹ und ordoliberalere Freiheitskonzepte³⁰ oftmals außen vor.³¹ Solche Ausblendungen hängen unter anderem mit den Grenzen ökonomisch-mathematischer Methoden zusammen.

Eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts kann ihre normativen Zielbestimmungen aber nicht am jeweiligen methodischen Forschungsstand der Ökonomie ausrichten. Die Festlegung dieser Zielbestimmungen ist Aufgabe des Gesetzgebers.³² Beim gegenwärtigen Stand der ökonomischen Methode bleibt einer interdisziplinär fundierten Rechtswissenschaft nur die gleiche Antwort wie bei den soeben dargestellten komplexen Regelungsproblemen:³³ Die ökonomische Analyse des Rechts muss sich auf die Untersuchung von Teilaspekten des Regelungsproblems beschränken und dies offen darlegen.

Lässt man sich auf das normative Programm der Wohlfahrtstheorie ein, sieht sich die normative ökonomische Analyse des Rechts zweitens mit der Aufgabe konfrontiert, endogene Präferenzen in ihre Modellwelt zu integrieren. Rückt man von der Annahme ab, Präferenzen blieben bei einer Änderung von Institu-

²⁶ Dazu auch *Magen* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 303, 307.

²⁷ Zu dieser Unterscheidung s. oben Teil 2, C.III.1, S. 26.

²⁸ Dazu oben Teil 1, bei Fn. 50, 53.

²⁹ Dazu oben Teil 1, bei Fn. 47, sowie Teil 2, bei Fn. 112, 224, und Teil 3, bei Fn. 772, 849, 910, 1113.

³⁰ Dazu oben Teil 1, bei Fn. 51 f.

³¹ Zu diesen Fragen existiert jeweils umfangreiche Literatur. Entsprechend der allgemeinen Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung (dazu oben Teil 1, C, S. 8) wird darauf nicht weiter eingegangen.

³² *Magen* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 303, 308: „Sozialwissenschaftliche Einsichten über Wirkzusammenhänge können zwar Informationen vermitteln, die bei der Gestaltung von Recht helfen, sie können aber die Gestaltung selbst nicht ersetzen“; s. a. *Ernst* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 4, 23 f.

³³ Dazu oben Teil 4, bei Fn. 23 ff.

tionen³⁴ konstant,³⁵ werden wohlfahrtstheoretische Analysen schwierig. Die neoklassische Wohlfahrtstheorie geht von exogenen Präferenzen aus.³⁶ Bis heute hat die Wohlfahrtstheorie kein allgemeines robustes Modell entwickelt, das auf endogenen Präferenzen aufbaut.³⁷ Dies ist eine der großen offenen Forschungsfragen der Wohlfahrtstheorie.³⁸ Die Arbeiten der verhaltenswissenschaftlichen Ökonomie und Rechtsökonomie übergehen dieses Problem regel-

³⁴ Zum Institutionenbegriff s. oben Teil 3, Fn. 364.

³⁵ Allgemein zu endogenen Präferenzen s. oben Teil 3, C.II.2.c), S. 107; s. weiterhin oben Teil 3, bei Fn. 138, 370, 1088 f., 1246 ff., 1518 f.

³⁶ von Weizsäcker, Freiheitsrechte, Präferenzen, S. 2.

³⁷ S. nur Bernheim/Rangel in: Diamond/Vartiainen (Hrsg.), S. 7, 67 f.; von Weizsäcker, Freiheitsrechte, Präferenzen, S. 2 f.: „Ein kanonisches Modell des Allgemeinen Gleichgewichts, das allgemeiner wäre als das Walras-Gleichgewicht, existiert nicht.“

³⁸ Lösungsversuche finden sich unter anderem in Bernheim/Rangel; Bernheim/Rangel, Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 97 (2007), 464; von Weizsäcker, J. Econ. Theory 3 (1971), 345; von Weizsäcker, Adaptive Preferences; von Weizsäcker, Freiheitsrechte, Präferenzen; s. a. den Überblick in Loewenstein/Haisley in: Caplin/Schotter (Hrsg.), S. 210, 216 ff. Aus ökonomischer Sicht fasst von Weizsäcker, Freiheitsrechte, Präferenzen, S. 5, das Problem wie folgt zusammen: „Der tiefere Grund dafür, dass die neoklassische Theorie so relativ stur an der Annahme exogen vorgegebener Präferenzen festgehalten hat, ist der normative Teil dieser Theorie. Aufbauend auf einer individualistischen Ethik – utilitaristisch eingefärbt – ist der Maßstab für die Performance des Wirtschaftssystems der Grad der Bedürfnisbefriedigung der Individuen. Dieser wird aber gemessen mithilfe der Präferenzen der Individuen ... Der Maßstab aber, mit dem man ein Objekt vermessen will, muss dem Objekt selbst exogen sein ... Damit entsteht die Frage, ob eine normative Theorie des Wirtschaftens auf der Basis einer individualistischen Ethik noch möglich bleibt, wenn die Präferenzen der Individuen von dem Zustand des Systems selbst beeinflusst werden. Solange auf diese Frage keine positive Antwort existiert, kann man prognostizieren, dass die Annahme exogen vorgegebener Präferenzen von vielen Ökonomen durch dick und dünn verteidigt wird.“ Aus rechtsökonomischer Sicht können endogene Präferenzen zu Zirkelschlüssen führen. Soll eine bestimmte Regelung auf ihre Wohlfahrtsauswirkungen untersucht werden, fragt die Rechtsökonomie, ob Marktteilnehmer diese Regelung gegenüber einer alternativen Regelung bevorzugen. Bei endogenen Präferenzen kann der Vergleich unmöglich werden, weil die Schaffung einer Regelung jeweils die Einstellung der Marktteilnehmer hinsichtlich dieser und der alternativen Regelung verändert. Dazu im Überblick McDonnell, S. 5 f., 12; Korobkin, 83 Cornell L. Rev. 608, 624 f. (1998). Zu der ökonomischen Debatte im Allgemeinen s. McDonnell; Becker; von Weizsäcker, J. Econ. Theory 3 (1971), 345; von Weizsäcker, Adaptive Preferences; Bowles, J. Econ. Lit. 36 (1998), 75; Fehr/Schmidt in: Dewatripont/Hansen/Turnovsky (Hrsg.), S. 208; kritisch Stigler/Becker, Am. Econ. Rev. 67 (1977), 76; exemplarisch für die kritische Haltung der traditionellen Ökonomie Marschak, Am. Econ. Rev. Papers & Proc. 68 (1978), 386: „To enter the field of taste changes one ought to find danger exhilarating. The perils are extreme ... The very ground threatens to fall away at one's feet: the economist, as policy advisor, is supposed to seek efficiency, but whether a given policy is efficient depends upon the preferences of those affected, and those preferences may depend in turn on policy ... Most alarming of all, one risks discovering that true progress in this fields means entering long-forbidden territory; exploring the structure of human contentment from the inside; ... and becoming at last full and active partners with ‚behavioral scientists,‘ unrigorous as they may be.“

mäßig mit mehr oder minder überzeugenden Behelfslösungen.³⁹ Nimmt man diese Beschränkung der gegenwärtigen Wohlfahrtstheorie wirklich ernst, muss man sich jeder normativer Urteile enthalten, sobald man Erkenntnisse des verhaltenswissenschaftlichen Verhaltensmodells in die Analyse integriert.⁴⁰

Die dargestellten Einwände beziehen sich auf den normativen Zweig der ökonomischen Analyse des Rechts. Nicht betroffen ist der positive Zweig, der erklären und prognostizieren will, welche Bedingungen und Restriktionen menschlichen Verhaltens zu welchen Konsequenzen führen. Durch die Verbreitung verhaltenswissenschaftlicher, experimenteller und empirischer Methoden in der Rechtsökonomie hat gerade deren positiver Zweig in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Langfristig mag der positive Zweig erfolgreicher sein als der normative Zweig der ökonomischen Analyse des Rechts.⁴¹

Eine als Realwissenschaft verstandene Rechtswissenschaft⁴² kann und will zum Diskurs über normative Zielbestimmungen wenig beitragen.⁴³ Sie will vielmehr beurteilen, ob zur Erreichung eines vorgegebenen Ziels das verwendete Regulierungsmittel geeignet und erforderlich ist.⁴⁴ Die vorliegende Untersuchung basiert in weiten Teilen auf dem positiven Zweig der ökonomischen

³⁹ Verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Arbeiten behelfen sich in der Regel dadurch, dass sie entweder keine vollständige Wohlfahrtsanalyse durchführen oder dass sie annehmen, dass Präferenzen für einen bestimmten Zeitraum doch exogen sind; s. beispielhaft *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 4 Fn. 8 (2002). Beides ist theoretisch unbefriedigend. Juristische Arbeiten plädieren mitunter dafür, in solchen Fällen nicht auf offenbarte Präferenzen als mittelbares Instrument zur Berechnung aggregierter Wohlfahrt (dazu oben Teil 2, bei Fn. 102 ff.) abzustellen. Vielmehr sollen direktere Mechanismen zur Wohlfahrtsmessung verwendet werden; s. *Sunstein/Thaler*, 70 U. Chi. L. Rev. 1159, 1190, 1193 ff. (2003); *Sunstein*, 77 N.Y.U. L. Rev. 106, 111 (2002). Als Beispiel mag die Glücksforschung dienen, s. dazu die Nachweise in Teil 2, Fn. 103. Dieser Ansatz erkaufte die Lösung des Problems endogener Präferenzen mit den Problemen alternativer Konzepte zur Messung von Wohlfahrt. Auch löst die Glücksforschung das Problem endogener Präferenzen nicht wirklich. Zwar untersucht die Glücksforschung sich ändernde Präferenzen. Die Wechselwirkung zwischen Institutionen und Präferenzen besteht aber auch unter diesem Ansatz.

⁴⁰ Rückt man auf Grundlage des verhaltenswissenschaftlichen Verhaltensmodells von Annahme exogener Präferenzen ab, gilt beispielsweise das *Coase*-Theorem (dazu oben Teil 3, bei Fn. 1111 ff.) nicht mehr. Die erstmalige Zuweisung von Verfügungsrechten verändert dann die Präferenzen der Marktteilnehmer. Die endgültige Ressourcenallokation hängt dann nicht nur von der Höhe von Transaktionskosten, sondern auch von der anfänglichen Allokation ab; s. dazu *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 J. Legal Stud. 1, 3 f. (2002).

⁴¹ *van Aaken*, S. 336 f.

⁴² Zu diesem Verständnis s. oben Teil 1, bei Fn. 32.

⁴³ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, 54.

⁴⁴ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, 55; s. a. *Assmann* in: *Assmann/Kirchner/Schanze* (Hrsg.), S. 17, 44. Zur Bedeutung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes im vorliegenden Zusammenhang s. unten Teil 4, B.II.2, S. 334.

Analyse des Rechts.⁴⁵ Diesbezüglich trägt die normative Kritik an der ökonomischen Analyse des Rechts nicht.⁴⁶

3. Wirkung und Rezeption von Rechtsregeln

Für die herkömmliche ökonomische Analyse des Rechts liegt die verhaltenssteuernde Wirkung des Rechts in der Sanktion. Rechtliche Sanktionen erhöhen die Kosten bestimmter Handlungsalternativen. Rechtsregeln werden als Kosten modelliert.⁴⁷ Die ökonomische Analyse des Rechts öffnet sich erst langsam der Erkenntnis, dass die Wirkungen von Rechtsregeln vielgestaltig sind. Zwar ist die Interaktion zwischen Recht und sozialen Normen seit langem aus der Rechtssoziologie bekannt. Erst mit Konzepten wie der expressiven Funktion des Rechts⁴⁸ hat die ökonomische Analyse des Rechts aber versucht, solche Interaktionen systematisch in den ökonomischen Modellrahmen zu integrieren.

Daneben muss eine ökonomische Analyse des Rechts berücksichtigen, dass Menschen üblicherweise zwar eine diffuse Kenntnis des Rechts, nicht aber eine genaue Kenntnis des Gesetzes haben.⁴⁹ Menschen werden ihr Verhalten oftmals weniger am geltenden Gesetzestext, sondern an einem allgemeinen Rechtsempfinden ausrichten.⁵⁰ Angesichts der Komplexität heutiger Gesetzestexte ist es unrealistisch anzunehmen, dass der typische Regelungsadressat sein Verhalten überhaupt unmittelbar am Gesetzestext ausrichten könnte.⁵¹ Damit hat der Gesetzestext nur selten unmittelbare Auswirkungen auf das Verhalten von Menschen.⁵² Wie dieser Transformations- und Internalisierungsprozess von gesetzgeberischer Tätigkeit über das „allgemeine Rechtsempfinden“ hin zu einer Verhaltensbeeinflussung von Menschen im Einzelnen abläuft und welche Rückschlüsse daraus für eine ökonomische Analyse des Rechts gezogen werden müssen, ist noch vergleichsweise unerforschtes Gebiet.⁵³ Die Vorstellung einer simp-

⁴⁵ Wichtigste Ausnahme ist die Analyse des Gesellschaftsrechts und eigenmächtiger Abwehrmaßnahmen auf der Grundlage der Wohlfahrtstheorie, s. oben Teil 3, D.II.2.b), S. 155. Die Analyse optionaler Rechtsregeln für eigenmächtige Abwehrmaßnahmen (oben Teil 3, D.II.2.c), S. 200) beruht teilweise auf einer positiven, teilweise auf einer normativen Analyse.

⁴⁶ *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, 263; s. a. oben Teil 2, Fn. 94.

⁴⁷ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 45 f., sowie Teil 3, bei Fn. 358.

⁴⁸ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 359 ff., 999 ff.

⁴⁹ Engel, J. Inst. Econ. 4 (2008), 275; *Towfigh*, Der Staat 2009, 29, 54.

⁵⁰ *Towfigh*, Der Staat 2009, 29, 47 ff. Dazu gibt es vergleichsweise wenige empirische Untersuchungen; exemplarisch *MacCoun u.a.*; *Kleck u.a.*, *Criminology* 623 (2005).

⁵¹ Engel, J. Inst. Econ. 4 (2008), 275 f.; *Towfigh*, Der Staat 2009, 29.

⁵² *Towfigh*, Der Staat 2009, 29, 51; Engel, J. Inst. Econ. 4 (2008), 275 f.; *Diekmann*, S. 125 f., 138.

⁵³ *Towfigh*, Der Staat 2009, 29, 50 ff. m.w.N. Allgemein zur Wirkungsweise des Rechts *Diekmann*; *Tyler*; *Friedman*; Engel, J. Inst. Econ. 4 (2008), 275; *Hirsch*, JZ 1982, 41; *Lampe*; *Hartwig* in: *Gigerenzer/Engel* (Hrsg.), S. 390, jeweils m.w.N.

len Verhaltenssteuerung durch Gesetze greift jedenfalls zu kurz. Dies gilt umso mehr, wenn man das komplexe Zusammenspiel zwischen Gesetzes- und Richterrecht bedenkt.⁵⁴ Bietet eine ökonomische Analyse des Rechts hier keinen zufriedenstellenden methodischen Apparat, sind ihre Aussagen bezüglich der Verhaltenssteuerung mit Vorsicht zu genießen.

4. Entscheidungsprozesse in Gruppen

Die herkömmliche ökonomische Analyse des Rechts ist eine streng individualistische Theorie.⁵⁵ In ihrem Modell haben einzelne Menschen Präferenzen und unterliegen Restriktionen. Die Wohlfahrt einer gesamten Gesellschaft wird durch die Aggregation der individuellen Nutzenfunktionen berechnet. In einer solchen Modellwelt ist das Handeln von Gruppen von Menschen nur als Addition des Handelns der Gruppenmitglieder erklärbar. Daraus resultiert beispielsweise der individualistische Zugang der ökonomischen Analyse zum Gesellschaftsrecht, die keinen überindividuellen Verbandszweck kennt.⁵⁶

Man mag diese individuelle Betrachtungsweise für angemessen oder für zu eng halten. Problematisch wird sie jedenfalls, wenn die ökonomische Analyse des Rechts kein Modell zur Verfügung stellt, wie Entscheidungsprozesse in Gruppen ablaufen. Es ist unklar, ob und in welcher Art Gruppenentscheidungen systematisch von individuellen Entscheidungen differieren.⁵⁷ Damit ist auch unklar, ob Gruppen auf Anreize systematisch anders reagieren als Individuen. Regelmäßig nimmt die ökonomische Analyse des Rechts vereinfachend an, dass Entscheidungen in Unternehmen letztlich von einem Individuum getroffen werden.⁵⁸ Gremienentscheidungen kommen in dieser Modellwelt nicht vor. Der handelnde Akteur ist beispielsweise der Vorstandsvorsitzende. Ob und in welchem Umfang seine Entscheidung davon beeinflusst wird, dass er von Vorstandskollegen beeinflusst, unterstützt oder bekämpft wird und wie Abstimmungsregeln in Gremien die Entscheidungsprozesse verändern, wird ausgeblendet. Diese Schwäche der ökonomischen Analyse des Rechts beeinträchtigt deren Aussagekraft insbesondere im Gesellschaftsrecht.⁵⁹ Eine allgemeine Theorie von Gruppenentscheidungen – insbesondere eine spieltheoretische Abbildung un-

⁵⁴ Dazu nur exemplarisch *Hassemer*, ZRP 2007, 213, 214 f.

⁵⁵ Dazu oben Teil 2, bei Fn. 100.

⁵⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 666, 687.

⁵⁷ *Engel*, Behaviour of Corporate Actors, S. 2. Zu dieser Frage in Bezug auf den „endowment“-Effekt s. die Diskussion in Teil 3, D.II.2.c)cc)(8)(e), S. 237.

⁵⁸ Ein Beispiel für diese Argumentation findet sich oben Teil 3, bei Fn. 1161; s. weiterhin *Engel*, Behaviour of Corporate Actors, S. 6 ff.

⁵⁹ *Engel*, Behaviour of Corporate Actors, S. 6. Ansätze zur Überwindung dieser Schwäche finden sich im Gesellschaftsrecht beispielsweise bei *Bainbridge*, 55 Vand. L. Rev. 1 (2002).

ternehmerischer Entscheidungsprozesse und eine verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomische Analyse⁶⁰ – bleibt ein rechtsökonomisches Desiderat.⁶¹

II. Grenzen der experimentellen Rechtsökonomie

Zwar hat die experimentelle Methode seit Jahrzehnten Einzug in die Ökonomie gehalten.⁶² Und schon in den 1980er Jahren befassten sich U.S.-amerikanische Rechtswissenschaftler mit der Methode.⁶³ Allerdings hat die experimentelle Rechtsökonomie erst in den letzten Jahren eine gewisse Verbreitung und Anerkennung gefunden.⁶⁴ Dies liegt an der wachsenden Bedeutung der verhaltenswissenschaftlichen Forschung für die Rechtsökonomie, welche oft auf Experimenten basiert.

Auch in der vorliegenden Untersuchung wurde an unterschiedlichen Stellen auf Ergebnisse der experimentellen Rechtsökonomie zurückgegriffen.⁶⁵ Dabei zeigt sich, dass die experimentelle Rechtsökonomie – ähnlich wie das herkömmliche rechtsökonomische Modell⁶⁶ – das Problem der externen Validität⁶⁷ bewältigen muss. Es geht um die Frage, ob das Verhalten von Testpersonen im Experimentellabor Rückschlüsse auf das Verhalten von Menschen in der Wirklichkeit zulässt. Dies hängt insbesondere davon ab, ob die wesentlichen Eigenschaften der Institutionen, welche das Verhalten von Menschen in der Wirklichkeit beeinflussen, im Experiment abgebildet werden.⁶⁸ Nur wenn dies gewährleistet ist, erlauben rechtsökonomische Experimente Aussagen, wie sich Menschen in präzise definierten Handlungsräumen und unter präzise definierten Restriktionen⁶⁹ verhalten.

⁶⁰ Dazu oben Teil 3, D.II.2.c)cc(8)(e), S. 237, insbesondere Teil 3, Fn. 1174.

⁶¹ *Engel* in: *Engel u.a.* (Hrsg.), S. 363, 368; *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 164 f. (2002); *Prentice*, 56 *Vand. L. Rev.* 1663, 1714 (2003). Einen Überblick über die relevante empirische Literatur gibt *Engel*, *Behaviour of Corporate Actors*. Ein Beispiel für eine experimentalökonomische Untersuchung von Gruppenentscheidungen liefern *Gillet/Schram/Sonnemans*, *J. Pub. Econ.* 93 (2009), 785.

⁶² Dazu oben Teil 2, bei Fn. 202 ff.

⁶³ *Hoffman/Spitzer*, *J. L. & Econ.* 25 (1982), 73; *Hoffman/Spitzer*, 85 *Colum. L. Rev.* 991 (1985).

⁶⁴ Exemplarisch *Camerer/Talley* in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), S. 1619, 1643: „Although the universe of experimental studies of law is now becoming sizeable and is still growing, there is still much ‚low hanging fruits‘ for legally oriented experimentalists to harvest.“

⁶⁵ Zu Experimenten bei Fairness-Präferenzen und beim Widerrufsrecht im Fernabsatzgeschäft s. oben Teil 3, C.II.3.a), S. 110; zu Experimenten zum „endowment“-Effekt bei dispositivem Vertragsrecht s. oben Teil 3, D.II.2.c)cc(8), S. 223.

⁶⁶ Dazu oben Teil 4, A.I.1, S. 312.

⁶⁷ Zu diesem Begriff s. oben Teil 3, bei Fn. 394.

⁶⁸ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 393 sowie in Fn. 395.

⁶⁹ Zu diesen Begriffen s. oben Teil 2, C.II.1, S. 20.

Allerdings ist ein weiteres Problem zu beachten, das ebenfalls vom herkömmlichen rechtsökonomischen Modell⁷⁰ bekannt ist. Ergebnisse der experimentellen Rechtsökonomie sind positive Aussagen über menschliches Verhalten. Damit ist noch keine normative Bewertung getroffen, wie eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts menschliches Verhalten beeinflussen *sollte*. Normative Bewertungsmaßstäbe können der experimentellen Rechtsökonomie nicht entnommen werden.

Angesichts dieser Probleme der experimentellen Rechtsökonomie ist es nur eine Frage der Zeit, bis sich die rechtsökonomische Forschung einer Entwicklung öffnet, die sich in der ökonomischen Forschung seit längerem abzeichnet. Experimentelle Studien werden zunehmend durch Feldstudien und -experimente ergänzt.⁷¹ Gerade die verhaltenswissenschaftlichen Untersuchungen zu Abweichungen vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell sind durch zahllose Feldstudien und -experimente belegt.⁷²

III. Grenzen der verhaltenswissenschaftlichen Rechtsökonomie

Die vorliegende Untersuchung hat häufig auf Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlichen Rechtsökonomie zurückgegriffen. Hinsichtlich dieser Methode wurden zwei Probleme offensichtlich, die im Folgenden dargestellt werden.

1. *Empirie ohne Theorie*

Die verhaltenswissenschaftliche Ökonomie und Rechtsökonomie haben es sich zum Anliegen gemacht, das rationaltheoretische Verhaltensmodell zu erschüttern⁷³ und Abweichungen menschlichen Verhaltens von diesem Modell zu identifizieren. Inzwischen wurde ein ganzer Strauß von Abweichungen identifiziert, die sich in „biases“ und soziale Präferenzen einteilen lassen.⁷⁴

Dieser Erkenntnisgewinn sollte nicht damit abgetan werden, dies seien aus juristischer Sicht alte Hüte. Zwar benötigt man keine aufwendigen experimentellen Untersuchungen, um zu realisieren, dass Menschen mitunter zu Überoptimismus neigen und einmal gefasste Zukunftspläne oftmals revidieren. Dazu genügen der gesunde Menschenverstand und ein Blick in den Erfahrungsschatz, den die Rechtsentwicklung in den letzten 2000 Jahren angesammelt hat.⁷⁵ Eine

⁷⁰ Dazu oben Teil 4, A.I.2, S. 316.

⁷¹ *Levitt/List*, Eur. Econ. Rev. 53 (2009), 1.

⁷² Dazu umfassend *DellaVigna*, J. Econ. Lit. 47 (2009), 315.

⁷³ Dazu auch oben Teil 3, Fn. 1342.

⁷⁴ Zu dieser Einteilung s. oben Teil 2, bei Fn. 72 ff.

⁷⁵ *Martinek* in: Grundmann (Hrsg.), S. 511, 524; *Rehberg* in: Eger/Schäfer (Hrsg.), S. 284, 299. Dazu auch schon oben Teil 3, bei Fn. 183. Auch die ökonomische Forschung vor der neoklassischen Revolution war sich dessen bewusst; dazu in historischer Perspektive *Camerer* in: Blundell/Newey/Persson (Hrsg.), S. 181, 183 f.

solche Kritik an der verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Forschung würde jedoch zu kurz greifen. Das Verdienst der Forschungsrichtung liegt nicht darin, die Existenz von Verhaltensabweichungen nachgewiesen zu haben. Das Verdienst liegt in der Methodik.⁷⁶ Das Anliegen der verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Forschung ist es, Umstände des Auftretens von Verhaltensabweichungen zu identifizieren, diese zu quantifizieren und in ein ökonomisches Verhaltensmodell zu integrieren.

Dies ist auch aus Sicht einer rechtsökonomisch fundierten Rechtsetzungslehre des Privatrechts ein wichtiges Anliegen. Werden die empirischen Erkenntnisse zu Verhaltensabweichungen allerdings im rechtsökonomischen Diskurs verwendet, besteht die Gefahr, dass beliebig Verhaltensabweichungen aus dem Hut gezaubert werden, wenn dies zur Unterstützung der Argumentation sinnvoll erscheint.⁷⁷ Auf diese Gefahr hat die Untersuchung schon verschiedentlich hingewiesen.⁷⁸ Diese Gefahr ließe sich nur vermeiden, wenn die Kognitions- und Sozialpsychologie Modelle zur Verfügung stellen könnte, die erklären und prognostizieren könnten, wann und unter welchen Voraussetzungen welche Verhaltensabweichungen bei welchen Menschen auftreten.⁷⁹

Die Befunde zum „endowment“-Effekt⁸⁰ mögen dies veranschaulichen.⁸¹ Der experimentelle Befund des „endowment“-Effekts wurde inzwischen vielfach repliziert.⁸² Er ist für die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts von zentraler Bedeutung.⁸³ Jedoch hängt es sehr vom Kontext und den betroffenen Gütern ab, ob und in welchem Umfang der „endowment“-Effekt

⁷⁶ In die gleiche Richtung Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1209; s. a. oben Teil 3, bei Fn. 184.

⁷⁷ *Rachlinski*, 73 U. Chi. L. Rev. 207, 216 (2006); *Hanson/Kysar*, 74 N.Y.U. L. Rev. 630, 722 f. (1999); *Choi/Pritchard*, 56 Stan. L. Rev. 1, 42 (2003). Besonders drastisch die Einschätzung von *Mitchell*, 91 Geo. L.J. 67, 131 (2002): „As currently conceptualized, legal decision theory is nothing more than a mess of overgeneralizations about how people exhibit this or that bias or anomaly under largely unspecified conditions.“ Auf strukturell verwandte Argumente gegen die ökonomische Forschung auf Grundlage des rationaltheoretischen Verhaltensmodells weist die hilfreiche Zusammenstellung in *Hirshleifer*, J. Fin. 56 (2001), 1533, 1535, hin.

⁷⁸ Dazu oben Teil 3, Fn. 1130 sowie bei Fn. 1261, 1517.

⁷⁹ Zur ökonomischen Forschung in diesem Bereich s. exemplarisch *Beshears u. a.*, J. Pub. Econ. 92 (2008), 1787. Eine solche theoretische Fundierung kann bis zu neurowissenschaftlichen Ansätzen reichen, die versuchen, die Konzept des Erwartungsnutzens oder der Fairness-Präferenzen auf einer neuronalen Ebene zu rekonstruieren, s. *Knutson/Peterson*, Games & Econ. Behav. 52 (2005), 305; *Kosfeld u. a.*, Nature 435 (2005), 673. Allgemein zum Forschungsfeld der Neuroökonomie s. *Loewenstein/Rick/Cohen*, Ann. Rev. Psych. 59 (2008), 647; *Bernheim*; Glimcher u. a. (Hrsg.).

⁸⁰ Dazu allgemein oben Teil 3, D.II.2.c)cc(8), S. 223.

⁸¹ Als weiteres Beispiel mag die Heterogenität menschlicher Präferenzen dienen; s. dazu *Rachlinski*, 73 U. Chi. L. Rev. 207, 216 (2006).

⁸² Dazu oben Teil 3, Fn. 1133.

⁸³ S. das Zitat von *Russell Korobkin* in Teil 3, Fn. 1123.

auftritt.⁸⁴ Warum der „endowment“-Effekt in manchen Situationen auftritt und in anderen nicht, ließe sich nur durch eine zugrunde liegende psychologische Theorie erklären. Mit einer solchen Theorie ließe sich auch in befriedigender Weise beantworten, welche Bedeutung „endowment“-Effekte in Unternehmen spielt.⁸⁵ Beides ist der Psychologie bis heute nicht gelungen.⁸⁶ Eine juristische Operationalisierung des „endowment“-Effekts hat dieses theoretische Defizit zu berücksichtigen.⁸⁷

Dieses Problem besteht nicht nur hinsichtlich „biases“ wie dem „endowment“-Effekt. Es tritt auch bei der Untersuchung sozialer Präferenzen auf. So kann es methodisch nicht überzeugen, zu jeder empirisch oder experimentell beobachteten Verhaltensweise eine Nutzenfunktion zu schaffen, die auf angeblichen Fairness-Präferenzen beruht.⁸⁸ Ohne eine theoretische Fundierung, wie und unter welchen Bedingungen Fairness-Präferenzen entstehen, droht die Analyse beliebig zu werden.⁸⁹

Eine psychologische theoretische Fundierung von „biases“ und sozialen Präferenzen müsste nicht nur das Auftreten und Umfang solcher Verhaltensabweichungen erklären und prognostizieren können. Sie müsste auch die Frage beantworten, wann wirklich von Verhaltensabweichungen im pejorativen Sinne gesprochen werden muss. Die verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomische Analyse sieht in Verhaltensabweichungen menschliche Verhaltensmuster, die

⁸⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1135 ff., 1141 ff.

⁸⁵ Zu dieser Frage oben Teil 3, D.II.2.c)cc(8)(e), S. 237; s. dazu *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1241 (2003). Zusätzlich ist eine rechtsökonomische Theorie von Gruppenentscheidungen notwendig, dazu oben Teil 4, A.I.4, S. 320.

⁸⁶ Exemplarisch *Johnson/Häubl/Keinan*, J. Experim. Psych.: Learning, Memory, and Cognition 33 (2007), 461: „Despite its importance, empirical robustness, and explanatory power, there is only a limited amount of research on, and little agreement about, the psychological mechanisms underlying the endowment effect, particularly as compared with the number of empirical demonstrations of the effect“; *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1242 (2003): „Unfortunately, no single factor can explain completely the range of experimental results described above, which reduces the value of the endowment effect as a tool for deriving normative policy conclusions.“ Auch die Heranziehung der Erkenntnisse zur Verlustaversion und der „prospect theory“ haben dieses Problem bisher nicht lösen können, s. *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1250 (2003), und oben Teil 3, bei Fn. 1124 f.

⁸⁷ *Rachlinski/Jourden*, 51 Vand. L. Rev. 1541, 1557 (1998); s.a. *Korobkin*, 97 Nw. U. L. Rev. 1227, 1229 f. (2003).

⁸⁸ So kritisieren *Güth/von Wangenheim*, J. Instit. & Theor. Econ. 163 (2007), 102, 150, hinsichtlich des Experiments von *Georg Borges* und *Bernd Irlenbusch* zum Widerrufsrecht im Fernabsatzgeschäft: „... one could question the attempt to analyze for each legal code anew what to expect ... Should not behavioural theorists develop theories that are applicable to at least many, if not all, legal decisions and design problems?“

⁸⁹ *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 272; klassisch *Stigler/Becker*, Am. Econ. Rev. 67 (1977), 76; s.a. *Kirchgässner*, S. 58. Zu entsprechenden Versuchen einer theoretischen Fundierung s. *Bolton/Ockenfels*, Am. Econ. Rev. 90 (2000), 166; *Fehr/Schmidt*, Quart. J. Econ. 114 (1999), 817; *Köszegi/Rabin*, Quart. J. Econ. 121 (2006), 1133.

vom rationaltheoretischen Verhaltensmodell abweichen.⁹⁰ Daraus muss nicht notwendigerweise ein normatives Argument folgen. „Verhaltensabweichungen“ können auch bloße Verhaltensmerkmale darstellen, welche die tatsächlichen Präferenzen von Menschen widerspiegeln und nicht korrigiert werden müssen. Darauf wurde schon vereinzelt hingewiesen. So können Menschen, die „Verhaltensabweichungen“ unterliegen, erfolgreicher sein als *homines oeconomici*.⁹¹

Besonders deutlich wird dieses Problem am Beispiel zeitlich inkonsistenter Präferenzen.⁹² Verfügt ein Mensch über zeitlich inkonsistente Präferenzen, wird für eine Regulierung seiner Vertragsbeziehung regelmäßig seiner langfristigen Präferenz der Vorzug gegeben. Die kurzfristige, abweichende Präferenz wird als Fehler angesehen, den es zu korrigieren gilt.⁹³ Darauf gründet das Argument, Verbraucher würden aufgrund zeitlich inkonsistenter Präferenzen die Gesamtkosten eines Darlehens systematisch unterschätzen.⁹⁴

Ein solches Vorgehen ist methodisch problematisch. Aus der bloßen Existenz zweier sich widersprechender Präferenzen kann keine Rangordnung zwischen den Präferenzen hergeleitet werden.⁹⁵ Menschen sehen die zeitliche Inkonsistenz ihrer Präferenzen oftmals selbst nicht als Fehler an.⁹⁶ Entschließt sich ein Verbraucher zur Aufnahme eines Darlehens, ist es nicht ohne weiteres ersichtlich, ob seine gegenwärtige Präferenz zur Darlehensaufnahme auf einem „Fehler“ beruht oder ob der Verbraucher einfach die Möglichkeit gegenwärtigen Konsums sehr hoch bewertet. Es kann durchaus sein, dass der Verbraucher die kurzfristige gegenüber der langfristigen Konsummöglichkeit einfach präferiert.⁹⁷ Dies zeigt, wie schwer es fällt, zwischen einer unbeeinflussten Präferenz eines *hominis oeconomici* und einer durch Verhaltensabweichungen verfälschten Präferenz zu unterscheiden.⁹⁸ Es ist problematisch, aufgrund der Existenz zeitlich inkonsistenter Präferenzen zu argumentieren, die langfristige Präferenz müsse vom Gesetzgeber gefördert und kurzfristige, abweichende Präferenzen unterdrückt werden.⁹⁹ Auch dieses Problem lässt sich nur durch eine psychologische theoretische Fundierung lösen.¹⁰⁰

⁹⁰ Dazu oben Teil 2, Fn. 70.

⁹¹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1374. Aus kartellrechtlicher Perspektive *Bechtold*, Kontrolle von Sekundärmärkten, S. 44.

⁹² Dazu allgemein oben Teil 3, B.II.4.a)cc), S. 73.

⁹³ So beispielsweise *O'Donoghue/Rabin* in: *Blundell/Newey/Persson* (Hrsg.), S. 215, 220 f., oder die unter Teil 3, B.II.4.b)aa), S. 81, diskutierten Lösungsansätze.

⁹⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 192.

⁹⁵ Ähnlich *van Aaken* in: *Anderheiden u.a.* (Hrsg.), S. 110, 121. Zum vergleichbaren Konflikt beim Freiheitsparadoxon *Wagner-von Papp*, AcP 205 (2005), 342, 351 f.

⁹⁶ *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, J. Econ. Lit. 40 (2002), 351, 365.

⁹⁷ *Sunstein*, 73 U. Chi. L. Rev. 249, 252 (2006); *Epstein*, 92 Minn. L. Rev. 803, 824 (2008).

⁹⁸ *Harris/Albin*, 7 Theor. Inq. L. 431, 448 (2006); *Choi/Pritchard*, 56 Stan. L. Rev. 1, 14 ff. (2003); s. a. *Engert*, ZfA 2004, 311, 314.

⁹⁹ Dies übersieht *Schön* in: *Heldrich/Prölss/Koller* (Hrsg.), S. 1191, 1210.

¹⁰⁰ Allerdings ist zu beachten, dass die Kognitions- und Sozialpsychologie im Schwer-

Insgesamt zeigt sich, dass die empirische Forschung zu Verhaltensabweichungen eine theoretische Fundierung in der Psychologie dringend notwendig hat.¹⁰¹ Ohne eine solche psychologische Fundierung muten die normativen Implikationen der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts mitunter beliebig an. Heute sind viele Bereiche zwingenden Vertragsrechts tief im rationaltheoretischen Verhaltensmodell verankert.¹⁰² Davon sollte auf breiter Basis erst abgewichen werden, wenn die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts eine entsprechende psychologische theoretische Fundierung vorweisen kann.¹⁰³

Diese Kritik sollte allerdings nicht überinterpretiert werden. Erstens dürfen die Erwartungen an eine psychologische theoretische Fundierung nicht zu hoch geschraubt werden. Der Versuch, die Vielgestaltigkeit menschlichen Verhaltens in einer einfachen, einheitlichen, allumfassenden psychologischen Theorie zu fassen, ist zu ambitiös.¹⁰⁴ Dennoch besteht genügend Raum für eine stärkere theoretische Fundierung der verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Forschung.

Zweitens dürfen die Defizite der verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Analyse nicht darüber hinwegtäuschen, dass sie viele Defizite der herkömmlichen rechtsökonomischen Analyse auf Grundlage des rationaltheoretischen Verhaltensmodells überwunden hat beziehungsweise zu überwinden verspricht. Sich aufgrund der Defizite der verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Analyse vom verhaltenswissenschaftlichen Verhaltensmodell ab- und vollständig dem rationaltheoretischen Verhaltensmodell mit seinen eigenen Fehlern zuzuwenden, mag daher noch weniger überzeugen.

Trotz dieser Vorbehalte kann die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts schon heute wichtige Beiträge zu einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts leisten. Solange eine psychologische theoretische Fundierung nicht zur Verfügung steht, kann die Forschungsrichtung den Vorwurf, nach Belieben Verhaltensabweichungen aus dem Hut zu zaubern, nur durch eine em-

punkt eine deskriptive Wissenschaft ohne normativen Geltungsanspruch ist; aus diesem Grund skeptisch *Englerth* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 60.

¹⁰¹ *Magen* in: Engel u.a. (Hrsg.), S. 261, S. 272; s. weiterhin *Adler*.

¹⁰² Hinsichtlich des Informationsmodells s. oben Teil 3, bei Fn. 59, 129; hinsichtlich der Finanzmarktrichtlinie s. oben Teil 3, Fn. 1514.

¹⁰³ *Rachlinski*, 73 U. Chi. L. Rev. 207, 219 (2006); s.a. *Eidenmüller*, JZ 2005, 216, 224, sowie die Einschätzung von *Rubinstein* in: Blundell/Newey/Persson (Hrsg.), S. 246, 253: „We should widen the range of economic discourse but not by lowering our standards. For behavioral economics to be a revolutionary program of research rather than a passing episode, it must become more open-minded and much more critical of itself.“

¹⁰⁴ *Prentice*, 56 Vand. L. Rev. 1663, 1767, 1770 (2003); *Selten*, J. Inst. & Theor. Econ. 146 (1990), 649, 653: „There is no reason to suppose that human behavior is guided by a few abstract principles. Nobody should be surprised if it turns out that the motivational system is as complex as the anatomy and physiology of the human body.“

pirisch fundierte Untersuchung spezifischer Marktverhältnisse entkräften.¹⁰⁵ Die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts kann derzeit daher am ehesten zur Legitimation eng umrissener, empirisch abgesicherter gesetzgeberischer Interventionen in spezifische Märkte herangezogen werden.

2. Dekonstruktion von Präferenzen

Der Ruf nach einer theoretischen psychologischen Fundierung der verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomischen Forschung weist auf ein Dilemma hin, das noch grundsätzlicherer Natur ist. Verlangt die verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomische Forschung nach einer psychologischen Erklärung für Verhaltensabweichungen, verlangt sie faktisch eine Theorie der Präferenzbildung.¹⁰⁶

Das ökonomische rationaltheoretische Verhaltensmodell sieht Präferenzen als exogen vorgegeben an. Präferenzen können zwischen Menschen unter anderem wegen Unterschieden in Geschmack, Erfahrung, Alter, Geschlecht, Ausbildung, Intelligenz, kultureller Herkunft, sozialer Gruppenzugehörigkeit differieren.¹⁰⁷ Die Gründe für diese Unterschiede interessieren das rationaltheoretische Verhaltensmodell nicht. Mit der dargestellten psychologischen Theorie könnte sich der Präferenzbegriff letztlich auflösen. Kann die psychologische Theorie eine bestimmte Präferenz durch eine Modellierung mentaler Prozesse erklären, existiert am Ende vielleicht keine Präferenz mehr, die dem freien Willen eines Menschen entspringt.¹⁰⁸ Welche Rolle die Hetero-

¹⁰⁵ *Bechtold*, Kontrolle von Sekundärmärkten, S. 45; *Bar-Gill*, 98 *Nw. U. L. Rev.* 1373, 1372 f., 1410 f., 1428 f. (2004); *Bar-Gill*, 92 *Minn. L. Rev.* 749, 751, 753 f., 801 (2008); *Bar-Gill*, 92 *Minn. L. Rev.* 749, 790, 801 (2008); *Ulen* in: Grundmann/Kerber/Weatherill (Hrsg.), S. 98, 129.

¹⁰⁶ Dazu auch oben Teil 3, bei Fn. 357, 1094, 1250 ff.

¹⁰⁷ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1348 ff.

¹⁰⁸ Besonders deutlich *von Weizsäcker*, Freiheitsrechte, Präferenzen, S. 7: „Wir beobachten einen Prozess der zunehmenden Durchmischung erklärender ökonomischer Forschung mit psychologischer Forschung. Im Verlauf dieser erklärenden Forschung beobachten wir ein Zurückdrängen des Begriffs der Präferenzen. In diesem Forschungsprozess sind Präferenzen im Grunde nur ein Joker, der eingesetzt werden kann, wenn man anders etwas nicht erklären kann. Je mehr man erklären kann, desto weniger bedarf es damit noch des Rückgriffs auf den Begriff der Präferenzen. Wir können es auch so ausdrücken. Dem Forschungsprogramm der erklärenden Theorie nach dem Vorbild der Naturwissenschaften unterliegt die Vorstellung eines Menschen als Maschine. In ihr haben willkürliche Entscheidungen der Menschen im Grund keinen Platz. Parallel dazu verläuft ja eine Diskussion über die Willensfreiheit, die von der neuro-biologischen Forschung angestoßen ist, in der letztlich die Willensfreiheit gelehrt wird.“ Zur psychologischen Debatte s. *Slovic*, *Am. Psych.* 50 (1995), 364; *Payne/Bettman/Johnson*, *Annu. Rev. Psych.* 43 (1992), 76; *Lichtenstein/Slovic* (Hrsg.). Zur neurowissenschaftlichen Debatte um Existenz und Reichweite eines freien Willens s. *Soon u.a.*, *Nature Neurosci.* 11 (2008), 543; *Günther*, *KJ* 2006, 116. Zum entstehenden Feld der Neuroökonomie s. *Glimcher*; *Camerer*, *Econ. J.* 117 (2007), C26; *Camerer* in: *Blundell/Newey/Persson* (Hrsg.), S. 181, 202 ff.

genität von Präferenzen in einer solchen Theorie spielen kann, ist weitgehend unklar.¹⁰⁹

Die Implikationen für die rechtsökonomische Forschung sind genauso weitreichend wie die Implikationen für die ökonomische Theorie. Werden Präferenzen psychologisch dekonstruiert, so geraten auf einer individuellen Ebene Fundamente der Privatautonomie ins Wanken. Nach dem Grundsatz *stat pro ratione voluntas* wird einer Vertragsbeziehung alleine aus dem Grund rechtliche Geltungskraft zuerkannt, dass die Vertragsparteien die Vertragsbeziehung wollen.¹¹⁰ Wie die ökonomische Analyse geht die Privatrechtsdogmatik im Grundsatz von exogen vorgegebenen Präferenzen aus. Wenn Privatautonomie die Fähigkeit zur Selbstbestimmung voraussetzt,¹¹¹ ist zu fragen, wie weit diese Selbstbestimmung bei endogenen Präferenzen noch reicht. Schützt die Privatautonomie vor unerwünschten Verträgen, indem sie einen „wirklichen, selbstbestimmten Willen der Parteien als Voraussetzung einer vertraglichen Bindung verlangt“,¹¹² wird dieser Schutz erschüttert, wenn die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse die Reichweite des „wirklichen, selbstbestimmten Willens“ merklich beschneidet.¹¹³ Auf einer aggregierten Ebene verschärft sich dies zum Konflikt zwischen dem rechtsökonomischen Verhaltensmodell und der juristischen Konzeption einer Wirtschaftsverfassung, die auf dem Handeln freier Menschen aufbaut und die Freiheit als normative Größe nicht hinterfragt.¹¹⁴

Auch diese Überlegungen sollten nicht radikalisiert werden. Die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts besagt nicht, dass Präferenzen ausschließlich durch Institutionen geformt werden. Sie weist nur darauf hin, dass das Zusammenspiel zwischen externer Beeinflussung und eigenverantwortlicher Konstruktion von Präferenzen eine große offene Forschungsfrage der Sozialwissenschaften ist. Der freie Wille wird von der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts nicht in Frage gestellt. Wie weit dieser reicht, bleibt freilich einstweilen unklar.

IV. Möglichkeiten und Grenzen interdisziplinärer Forschung

Überblickt man die Möglichkeiten und Grenzen rechtsökonomischer Methoden, welche die vorliegende Untersuchung ausgebreitet hat, wird klar, dass es hier nicht darum geht, ein bilderstürmerisches Plädoyer für die Rechtsökonomie zu halten. Auch in Zukunft sollte Rechtswissenschaft *nicht nur* interdiszi-

¹⁰⁹ Allgemein zu heterogenen Präferenzen s. oben Teil 3, E.II, S. 267.

¹¹⁰ Dazu oben Teil 1, bei Fn. 1 ff.

¹¹¹ Flume, Rechtsgeschäft, S. 10 ff.; Habersack, S. 42.

¹¹² Lorenz, S. 1; dazu auch Larenz/Wolf, § 34 Rdnr. 1; Flume, Rechtsgeschäft, S. 10.

¹¹³ Zu diesem Problem schon oben Teil 3, bei Fn. 1518 f.

¹¹⁴ von Weizsäcker, Freiheitsrechte, Präferenzen, S. 7 f. Dazu auch oben Teil 3, bei Fn. 52.

plinär im Schnittfeld zwischen Recht, Ökonomie und Psychologie betrieben werden. Die Untersuchung will vielmehr ein Plädoyer für einen Methodenpluralismus halten.¹¹⁵ Jede Methode hat ihre eigenen Stärken und Schwächen.¹¹⁶ Bei der Betrachtung eines Gegenstandes mit unterschiedlichen Methoden können sich diese gegenseitig ergänzen, aber auch relativieren.¹¹⁷ Durch die Offenlegung von Möglichkeiten und Grenzen der verwendeten Methode kann die Stärke ihrer Aussagen im Vergleich zu anderen Methoden beurteilt werden.

Verschreibt man sich dem Programm der Rechtsökonomie in der hier dargestellten Breite und Tiefe, stellt sich die Frage, wie die Aufgaben zwischen den verschiedenen sozialwissenschaftlichen Disziplinen zu verteilen sind. Zunächst ist zu beachten, dass der Rechtswissenschaftler, der sich auf interdisziplinäres Terrain begibt, auch den methodischen Standards der Nachbarwissenschaften zumindest in Grundzügen gerecht werden muss.¹¹⁸ Ansonsten besteht beispielsweise die Gefahr, dass verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse im rechtswissenschaftlichen Diskurs fälschlicherweise als robuste Erkenntnisse dargestellt werden.¹¹⁹ Dieser Gefahr kann nur durch eine enge Kooperation mit den Nachbarwissenschaften begegnet werden.¹²⁰

Bei einer solchen Öffnung gegenüber den Nachbarwissenschaften mag auf den ersten Blick das Risiko bestehen, dass die Rechtswissenschaft zwischen methodenfreier Rechtspolitik und methodisch strenger Sozialwissenschaft zerrieben wird.¹²¹ Bei genauerer Betrachtung steht dies nicht zu befürchten. Schon

¹¹⁵ In die gleiche Richtung *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 54 f.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, S. 229 ff.; *Reimann* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 87, 95, 98 f.; *Grundmann*, *RabelsZ* 61 (1997), 423, 444 ff.; *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 128 ff. (2002); *Mathis*, S. 42.

¹¹⁶ *Wagner*, *AcP* 206 (2006), 352, 425.

¹¹⁷ *Mathis*, S. 42.

¹¹⁸ Dazu *Engel* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 205, 230, in verwaltungsrechtlichem Zusammenhang: „Die Verwaltungsrechtswissenschaft und die Sozialwissenschaften unterscheiden sich nicht mehr durch ihren Gegenstand ... Wenn der Verwaltungsrechtswissenschaftler Aussagen zu Steuerungszwecken oder zu Steuerungsinstrumenten macht, kann ein Sozialwissenschaftler ihm mit der disziplinären Autorität seines Faches widersprechen ... Konsequenz kann sich ein Verwaltungsrechtswissenschaftler bei Aussagen zu Steuerungszwecken und Steuerungsinstrumenten auch nicht gegen die methodischen Standards der Sozialwissenschaften immunisieren.“ Beachte allerdings die Relativierungen im weiteren Text ab S. 231 ff.; s. a. *Engel* in: Engel (Hrsg.), S. 11, 40; s. weiterhin *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 74: „Gesellschafts- und Kapitalmarktrechtlicher müssen die Ergebnisse der theoretischen und empirischen Kapitalmarktforschung *interpretieren* und *nicht duplizieren*. Dazu bedarf es freilich eines Grundverständnisses wirtschaftswissenschaftlicher Fundamentalkonzepte ...“ (Hervorhebungen im Original).

¹¹⁹ Dieses Problem lässt sich mitunter bei juristischen Darstellungen des „endowment“-Effekts beobachten. Allgemein zu diesem Problem *Mitchell*, 43 *Wm. & Mary L. Rev.* 1907 (2002); *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 72 (2002), mit relativierender Entgegnung von *Prentice*, 56 *Vand. L. Rev.* 1663 (2003).

¹²⁰ Dazu auch *Mitchell*, 91 *Geo. L.J.* 67, 125 ff. (2002).

¹²¹ Provokant der Aufsatztitel von *Posner*, 100 *Harv. L. Rev.* 761 (1987); dazu auch *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 53.

die Vielzahl der dargestellten methodischen Beschränkungen der ökonomischen Analyse des Rechts verbietet es, alleine auf dieser Methode ein umfassendes Ordnungsmodell des Privatrechts aufzubauen.¹²² Daher ist es die Aufgabe der Rechtswissenschaft, Einzelargumente der Nachbarwissenschaften auf der juristischen Ebene zu überprüfen und in die Rechtsdogmatik einzubinden, soweit die Argumente aus normativer Sicht überzeugen.¹²³ Der Jurist kann mit einer Detailkenntnis des normativen Umfelds und einer kasuistisch geschulten Urteilskraft aufwarten, die dem Ökonomen regelmäßig abgeht.¹²⁴ Dadurch kann der Jurist Fragestellungen identifizieren, auf die der Ökonom alleine nicht gestoßen wäre.

Die Erkenntnisse der Sozialwissenschaften sind heute zu vielfältig, zu relevant und zu breit erforscht, um sie für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts einfach zu ignorieren.¹²⁵ Jedoch bestehen im sozialwissenschaftlichen Forschungsprogramm noch viele inhaltliche und methodische Lücken. Wie in anderen Wissenschaften vollzieht sich der Erkenntnisfortschritt in den Sozialwissenschaften in kleinen Schritten. Daher ist es die Aufgabe der Rechtswissenschaft, ein Ordnungsmodell zu entwickeln, das mit sozialwissenschaftlichen Erkenntnissen umgehen kann, die teilweise unsicher, bestritten und widersprüchlich sind.¹²⁶ Insbesondere muss die Rechtswissenschaft Kriterien ent-

¹²² Dazu schon *Assmann* in: Assmann/Kirchner/Schanze (Hrsg.), S. 17, 44 ff., 61.

¹²³ *Assmann* in: Assmann/Kirchner/Schanze (Hrsg.), S. 17, 60: „Die Brauchbarkeit der [ökonomischen Analyse des Rechts] liegt damit auf der Ebene minutiöser Steinbrucharbeit. Das Privatrecht ist aber selbst als Teil des Wirtschaftsrechts dazu aufgerufen, welche ‚Bruchstücke‘ oder ‚Abbauverfahren‘ der [ökonomischen Analyse des Rechts] es wie übernehmen kann“; *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 76.

¹²⁴ *Engel/Schön* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. IX, XI.

¹²⁵ Ähnlich *Fleischer* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 50, 74: „Einigkeit sollte jedenfalls im Ausgangspunkt herrschen, dass eine hermetische Abschirmung der Rechtswissenschaft gegenüber ihren Nachbarfächern heute weniger denn je in Betracht kommt.“ Eine gewisse Gegenposition – mit einer bewussten Konzentration der Rechtswissenschaft auf den „strictly legal point of view“ – formuliert *Ernst* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 4, 15 ff., mit allerdings beachtlichen Einschränkungen auf S. 19 ff.

¹²⁶ Dazu *Magen* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 303, 307 f.: „Aufgabe einer Rechtswissenschaft als Steuerungswissenschaft kann nicht sein, mit weniger Sorgfalt die gleichen Fragen zu beantworten wie die Sozialwissenschaften, sondern auf der Grundlage unvollständiger Antworten dennoch Steuerungsziele zu verfolgen. Mit einer Öffnung gegenüber den Sozialwissenschaften ist es deshalb nicht getan. Es braucht auch eine Methode rationaler Entscheidung unter Abwesenheit oder allenfalls partieller Anwesenheit gesicherter Erkenntnisse...“; *Coates* in: Ferrarini u.a. (Hrsg.), S. 676, 703: „Politics cannot wait on science. Science – particularly social science – is slow. The evidence ... is inconclusive at best. The difficulties in social science of finding ideal natural experiments or designing and implementing well-specified studies of existing institutions are widely known. Corporate finance, corporate ownership, and the relationship between control and performance across variable political and economic environments are all highly complex and multi-dimensioned ... Given the intractable nature of the policy issues involved, the good cannot wait on the perfect. But the image of the perfect – as far in the future as it is – should affect the *way* the good is pursued in the present“

wickeln, welchen Robustheitsgrad Erkenntnisse aus den Nachbarwissenschaften aufweisen müssen, um im rechtswissenschaftlichen Diskurs verwendet werden zu können.¹²⁷

B. Konsequenzen für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts

Eine so verstandene interdisziplinär fundierte Rechtswissenschaft beeinflusst eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts in drei Richtungen. Die rechtsökonomische Ausrichtung der Rechtsetzungslehre beeinflusst die Art der Regulierungsinstrumente, welche die Rechtsetzungslehre vorsieht und empfiehlt (unten Teil 4, B.I, S. 331). Sie bettet die Rechtsetzungslehre des Privatrechts in eine größere steuerungswissenschaftliche Debatte ein (unten Teil 4, B.II, S. 332). Schließlich beeinflusst sie die Art und Weise, wie eine Rechtsetzungslehre mit komplexen Regelungssachverhalten umgeht (unten Teil 4, B.III, S. 343).

I. Regulierungsinstrumente

Während der Gesetzgeber zunehmend auf zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument setzt,¹²⁸ sinkt in einer rechtsökonomisch fundierten Rechtsetzungslehre des Privatrechts tendenziell die Bedeutung zwingenden Vertragsrechts. Dies liegt an den faktischen Grenzen dieses Regulierungsinstruments, die im dritten Teil der vorliegenden Untersuchung identifiziert wurden.

An die Stelle zwingenden Vertragsrechts tritt regelmäßig kein einheitlich strukturiertes alternatives Regulierungsinstrument. Die rechtsökonomische Analyse des Vertragsrechts kann keine einfache, allgemeingültige rechtspolitische Empfehlung abgeben. Sie weist vielmehr auf die Komplexität der Lebenssachverhalte hin, die nur durch ausdifferenzierte Mischformen mehrerer Regulierungsinstrumente bewältigt werden können.¹²⁹ Besonders deutlich zeigt sich dies bei der Ersetzung zwingenden Vertragsrechts durch optionales Vertragsrecht.¹³⁰ Werden Vertragsanbahnung, -schluss und -durchführung in unterschiedlichen Konstellationen durch unterschiedliche Effekte beeinflusst, kann es sinnvoll sein, mit Hilfe von Menü-Regelungen alternative Regulierungsop-

(Hervorhebung im Original); *Sechrest/Bootzin*, *Psych. Pub. Pol'y & L.* 2 (1996), 377, 381: „... at any one time we have available a body of research bearing on the nature and determinants of behavior, and we ought to make of it the best we can. Policy may better be formed out of the best evidence available than out of the prejudices of individual decision makers or out of thin air.“

¹²⁷ Dazu auch *Arlen/Spitzer/Talley*, 31 *J. Legal Stud.* 1, 33 f. (2002). Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 217 ff., 339 f., 1179.

¹²⁸ Dazu oben Teil 1, bei Fn. 7 f.

¹²⁹ S. a. *Harris/Albin*, 7 *Theor. Inq. L.* 431, 466 (2006).

¹³⁰ Dazu oben Teil 2, D.II.2.c), S. 200; s. beispielsweise bei Teil 3, Fn. 423, 451 ff.

tionen anzubieten.¹³¹ Auch kann es sinnvoll sein, Menü-Regelungen mit anderen Regulierungsinstrumenten zu kombinieren.¹³² Aber auch die zunehmende Kombination von Freiheits-, Informations- und Sozialmodell, welche durch rechtsökonomische Analysen unterstützt wird, ist Zeichen dieser Entwicklung. Versagt das Informationsmodell aufgrund menschlicher Beschränkungen in der Informationsaufnahme und -verarbeitung, greift der Gesetzgeber unterstützend auf das Sozialmodell zurück.¹³³

Diesen Mischformen unterschiedlicher Regulierungsinstrumente ist das Bestreben nach Flexibilisierung gemein. Die Regelungsanliegen zwingenden Vertragsrechts werden anerkannt, die Regelungsfolgen zwingenden Vertragsrechts aber oftmals als zu weitgehend und starr empfunden. Daher hat das Konzept des „libertären Paternalismus“ so erfolgreich in die Diskussion um Substitute zwingenden Vertragsrechts Einzug gehalten.¹³⁴

Ein Bestreben nach Flexibilisierung und der zunehmende Einsatz von Mischformen unterschiedlicher Regulierungsinstrumente bringt es mit sich, dass die tatsächlichen Auswirkungen gewählter Regulierungsinstrumente *ex ante* schwer vorherzusagen sind.¹³⁵ Ökonomische Modelle sowie experimentelle Untersuchungen sind entweder zu komplex oder zu unpräzise, um solche Prognosen leisten zu können. In einem solchen Umfeld ist es notwendig, dass der Gesetzgeber mit unterschiedlichen Regulierungsansätzen experimentieren kann, um Erfahrungen mit der Wirksamkeit unterschiedlicher Regulierungsinstrumente sammeln zu können.¹³⁶

II. Rechtsetzungslehre als Steuerungswissenschaft

1. Einführung

Eine funktionale Rechtsetzungslehre des Privatrechts will gesetzliche Regelungsmuster und Problemlösungen durchdenken. Dadurch wandelt sich Rechtswissenschaft von der Rechtsanwendungs- zur Rechtsetzungswissenschaft. Privatrecht wird als Instrument zur Ordnung und Steuerung gesellschaftlicher Prozesse und menschlichen Verhaltens begriffen. Eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts vergleicht unterschiedliche Regulierungsinstrumente auf ihre tatsächliche Wirksamkeit und formuliert dadurch Handlungsempfehlungen an den Gesetzgeber.¹³⁷

¹³¹ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1290 ff.

¹³² Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1295 ff.

¹³³ Dazu hinsichtlich des Verbraucherdarlehensrechts oben Teil 3, bei Fn. 233 ff., 240 ff., hinsichtlich des Anlegerschutzrechts oben Teil 3, bei Fn. 1507.

¹³⁴ Dazu oben Teil 3, Fn. 222 und bei Fn. 1258 ff., 1508.

¹³⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1299.

¹³⁶ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1080 f., 1262, 1300, sowie unten bei Fn. 195.

¹³⁷ Zum Ganzen s. oben Teil 1, bei Fn. 15 ff.

Die Entwicklung einer solchen interdisziplinär fundierten Rechtsetzungslehre erfasst nicht nur das gesamte Privatrecht.¹³⁸ Sie erfasst auch das Straf- und insbesondere das Öffentliche Recht. Dahinter steht das Verständnis von Rechtswissenschaft als Steuerungswissenschaft. Die Hinwendung der „Neuen Verwaltungsrechtswissenschaft“ zum Konzept der Steuerungswissenschaft¹³⁹ spiegelt die hier referierte Orientierung einer privatrechtlichen Rechtsetzungslehre wider. Auch der Neuen Verwaltungsrechtswissenschaft geht es um eine Rechtswirkungsanalyse¹⁴⁰ und eine Öffnung gegenüber sozialwissenschaftlichen Methoden.¹⁴¹ Es geht nicht mehr nur um die Rechtmäßigkeit, sondern auch um die Wirksamkeit gesetzgeberischen Handelns.¹⁴² Zwischen programmatischen Äußerungen im Zivilrecht – „von der Rechtsanwendungswissenschaft zur Rechtsetzungswissenschaft“¹⁴³ – und im Öffentlichen Recht – „von der anwendungsbezogenen Interpretationswissenschaft zur rechtsetzungsorientierten Handlungs- und Entscheidungswissenschaft“¹⁴⁴ – bestehen deutliche Parallelen.¹⁴⁵ Die Parallelen zeigen sich in der methodischen Herangehensweise, in der Identifizierung von Regulierungsinstrumenten und in deren dogmatischer Einbettung. Auch der regulatorische Baukasten des Gesetzge-

¹³⁸ Dazu oben Teil 1, bei Fn. 24.

¹³⁹ *Schuppert* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Schuppert (Hrsg.), S. 65; *Voßkuhle* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), § 1 Rdnr. 17 ff.; *Voßkuhle* in: Bauer u.a. (Hrsg.), S. 172; *Franzius* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), § 4; *Bumke*, S. 262 ff.; *Appel* in: Pieroth (Hrsg.), S. 226; *Eifert* in: Pieroth (Hrsg.), S. 286; *Schuppert*, AöR 133 (2008), 79; *Spiecker gen. Döhmman*, DVBl. 2007, 1074; *Schmidt-Aßmann* in: Schmidt-Aßmann/Hoffmann-Riem (Hrsg.), S. 9; *Franzius*, DV 2006, 335; s.a. *Engel* in: Engel (Hrsg.), S. 11, 18. Zur Rechtsetzungslehre als Teil der Verwaltungsrechtswissenschaft s. *Franzius* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), § 4 Rdnr. 104 ff.; *Appel* in: Pieroth (Hrsg.), S. 226, 240, 243, 265 f.; *Eifert* in: Pieroth (Hrsg.), S. 286, 295 f., 311 ff., 321; *Schuppert*, AöR 133 (2008), 79, 99; *Franzius*, DV 2006, 335, 370. Zu Entwicklungen im Verfassungsrecht s. *Morlok*, DV 2007, Beiheft 7, S. 49; *Lepsius*, DV 2007, Beiheft 7, S. 319; *Lepsius*, 2005, 1. Zu den Veränderungen der wissenschaftlichen Debatte im Öffentlichen Recht s.a. *Schulze-Fielitz* in: Dreier (Hrsg.), S. 156, 178 f. m.w.N.

¹⁴⁰ *Voßkuhle* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), § 1 Rdnr. 32 ff.; *Franzius* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), § 4 Rdnr. 67 ff. Dazu aus rechtssoziologischer Sicht s. *Schulze-Fielitz* in: Dreier (Hrsg.), S. 156, 171 ff.

¹⁴¹ *Voßkuhle* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), § 1 Rdnr. 37 ff.; *Franzius* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), § 4 Rdnr. 106 f. Beachtenswert allerdings die Kritik von *Engel* in: Engel/Schön (Hrsg.), S. 205, 230, am Konzept der Verwaltungswissenschaft als Steuerungswissenschaft, wonach die Öffnung gegenüber den Sozialwissenschaften nicht weit genug geht.

¹⁴² *Appel* in: Pieroth (Hrsg.), S. 226, 244.

¹⁴³ *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, 53 ff., 60.

¹⁴⁴ *Voßkuhle* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), § 1 Rdnr. 15.

¹⁴⁵ Dazu *Schuppert*, AöR 133 (2008), 79, 99; s.a. *Riesenhuber/Möslein* in: Riesenhuber (Hrsg.), S. 1. Ob Wortungetüme wie „von der normtextorientierten Interpretations- und Entscheidungswissenschaft zur rechtserzeugungs- und problemlösungsorientierten Handlungswissenschaft“ (*Schuppert*, AöR 133 (2008), 79, 99) in der Sache wirklich weiterhelfen, mag hier offenbleiben.

bers greift über die Rechtsgebietsgrenzen hinweg. Neben unmittelbare Verbote und Informationspflichten treten anreizbasierte Regelungen, optionale Regelungen sowie Instrumente indirekter Verhaltenssteuerung, die auf der rechtlichen Beeinflussung sozialer Normen aufbauen.

Rechtsgebietspezifische Teilfragen gehen damit im größeren Forschungsprogramm einer rechtsgebietsübergreifenden Steuerungswissenschaft auf.¹⁴⁶ Dies hat drei Konsequenzen. Erstens führt dies zu einer weiteren Relativierung der Grenzen zwischen den rechtswissenschaftlichen Teildisziplinen des Zivil-, Straf- und Öffentlichen Rechts, die bisher in Deutschland recht ausgeprägt waren.¹⁴⁷ Zweitens besteht eine Aufgabe einer solchen rechtsgebietsübergreifenden Steuerungswissenschaft darin, den Einsatz der Teildisziplinen als Regulierungsinstrumente in ein optimales Verhältnis zu setzen.¹⁴⁸ Drittens können Regulierungskonzepte aus einer Teildisziplin in anderen Teildisziplinen fruchtbar gemacht werden. Dies soll im Folgenden an zwei Beispielen veranschaulicht werden.

2. Verhältnismäßigkeit

Die vorliegende Untersuchung hat im dritten Teil vier unterschiedliche Grenzen zwingenden Vertragsrechts identifiziert. Zwingendes Vertragsrecht kann als Regulierungsinstrument erstens versagen, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel tatsächlich nicht eintritt, weil das Regulierungsinstrument zur Erreichung des Ziels ungeeignet ist. Es kann als Regulierungsinstrument zweitens versagen, wenn es zu unbeabsichtigten Nebenfolgen führt. Die Schaffung zwingenden Vertragsrechts kann drittens unnötig sein, wenn das vom Gesetzgeber verfolgte Regulierungsziel durch andere Regulierungsinstrumente mit vergleichbarer Wirksamkeit erzielt werden kann. Schließlich kann zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument an Grenzen stoßen, wenn angesichts heterogener Regelungsadressaten ein Regulierungsinstrument mit großem Detailgrad notwendig ist.

Die Entwicklung dieser Grenzen zwingenden Vertragsrechts erinnert an den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz.¹⁴⁹ Danach muss eine im Gesetz angeord-

¹⁴⁶ *Appel* in: Pieroth (Hrsg.), S. 226, 246 ff.; *Wagner*, AcP 206 (2006), 352, 355 ff., 432; *Engel*, JZ 1995, 213, 214; zu den methodischen Konsequenzen s. *van Aaken* in: Jestaedt/Lepsius (Hrsg.), S. 79, 97 ff.

¹⁴⁷ *Voßkuhle* in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), § 1 Rdnr. 38; *Appel* in: Pieroth (Hrsg.), S. 226, 246 ff.; *Wagner*, AcP 206 (2006), 352, 355, 422 f., 432: „Öffentliches Recht und Privatrecht nehmen ein und dieselbe Steuerungsaufgabe wahr und unterscheiden sich lediglich in der Wahl der Instrumente.“

¹⁴⁸ Dazu *Wagner*, AcP 206 (2006), 352, 432, 434 ff.

¹⁴⁹ Von dieser Frage ist die Beobachtung zu trennen, dass sich im geltenden Privatrecht zahlreiche Spuren des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes finden. Als Beispiele seien nur die Regelungen zum Wucher (§ 138 Abs. 2 BGB), zum defensiven und offensiven Notstand (§§ 228 S. 1, 904 S. 1 BGB), zum Geldersatz statt Naturalherstellung (§ 251 Abs. 1 S. 1 BGB)

nete Maßnahme zunächst zur Erreichung des vom Gesetz angestrebten Zwecks geeignet sein.¹⁵⁰ Dies ist der Fall, wenn die Maßnahme die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass der angestrebte Erfolg eintritt.¹⁵¹ Die erste oben identifizierte Grenze – zwingendes Vertragsrecht ist ungeeignet – ist eine Frage der Geeignetheit zwingenden Vertragsrechts als Regulierungsinstrument.

Weiterhin muss nach dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz zur Erreichung des angestrebten Erfolgs das mildeste Mittel gleicher Wirksamkeit eingesetzt werden.¹⁵² Die zweite oben identifizierte Grenze – zwingendes Vertragsrecht führt zu unbeabsichtigten Nebenfolgen – ist eine Frage der Erforderlichkeit zwingenden Vertragsrechts als Regulierungsinstrument.¹⁵³ Gleiches gilt für die dritte oben identifizierte Grenze: alternative Regulierungsinstrumente verdrängen zwingendes Vertragsrecht.

Schließlich darf nach dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz die Maßnahme nicht außer Verhältnis zum verfolgten Zweck stehen.¹⁵⁴ In einer Gesamtbewer-

oder zur Herabsetzung der Vertragsstrafe (§ 343 BGB) erwähnt. Umfassend dazu mit zahlreichen weiteren Beispielen *Medicus*, AcP 192 (1992), 35; s. weiterhin *Hanau*, S. 2 Fn. 4 m.w.N.; *Ruffert*, S. 100; *Jakobs*, S. 129 f.; *Preis* in: *Hanau/Heither* (Hrsg.), S. 429, 432 ff. Zum Verhältnismäßigkeitsgrundsatz als Schranke privater Rechtsausübung s. *Habersack*, S. 69 ff., 86 f.; *Bieder*.

¹⁵⁰ v. *Münch* in: von *Münch/Kunig* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 55; *Dreier* in: *Dreier* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 147; *Stern*, Staatsrecht, Band III/2, § 84 II 2, S. 776 ff.

¹⁵¹ BVerfGE 30, 292, 316; 109, 279, 336; 110, 141, 164; 110, 226, 262; 113, 29, 53; *Sachs* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 20 Rdnr. 150; *Starck* in: von *Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 1 Rdnr. 278; *Grzeszick* in: *Maunz/Dürig* (Hrsg.), Art. 20 VII Rdnr. 112; *Heusch*, S. 38. Die Maßnahme muss nicht optimal sein. Es genügt, wenn sie dem angestrebten Erfolg förderlich ist, BVerfGE 67, 157, 175 f.; 96, 10, 23; *Dreier* in: *Dreier* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 147. Auch ist nicht erforderlich, dass der angestrebte Erfolg vollständig oder in jedem Einzelfall eintritt. Ein diesbezügliches Optimierungsgebot besteht nicht, BVerfGE 113, 167, 234; *Sachs* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 20 Rdnr. 150.

¹⁵² BVerfGE 100, 313, 375; 110, 141, 164; *Sachs* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 20 Rdnr. 152; *Lerche*, S. 19; v. *Münch* in: von *Münch/Kunig* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 55; *Dreier* in: *Dreier* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 148; *Heusch*, S. 41.

¹⁵³ Im Rahmen der Erforderlichkeit ist zu prüfen, ob die Maßnahme das mildeste Mittel ist, das noch in der Lage ist, das gefährdete Rechtsgut wirksam zu schützen; *Starck* in: von *Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 1 Rdnr. 278; *Grzeszick* in: *Maunz/Dürig* (Hrsg.), Art. 20 VII Rdnr. 113; *Stern*, Staatsrecht, Band III/2, § 84 II 3, S. 779 ff.; BVerfGE 17, 269, 279 f.; 30, 292, 316 ff.; 39, 156, 165; 63, 88, 115 ff.; 102, 197, 217 ff.; 104, 337, 347. Bei diesem Vergleich unterschiedlicher Maßnahmen sind auch Nebenfolgen – sowohl für den unmittelbar Betroffenen und für Dritte als auch für die Allgemeinheit – zu berücksichtigen, s. *Sachs* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 20 Rdnr. 152; *Stern*, Staatsrecht, Band III/2, § 84 II 3, S. 781; *Heusch*, S. 42; *Jakobs*, S. 72. Zu sonstigen Nebenfolgen von Regulierung – beispielsweise Qualität der Steuerung, Steuerungskosten und Verteilungseffekte – s. *Engel* in: *Brugger/Kirste/Anderheiden* (Hrsg.), S. 103, 115 ff.

¹⁵⁴ BVerfGE 50, 217, 227; 80, 103, 107; 90, 145, 185; 99, 202, 212 ff.; 105, 176, 36; *Sachs* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 20 Rdnr. 154; *Starck* in: von *Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 1 Rdnr. 278; *Dreier* in: *Dreier* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 149; *Grzeszick* in: *Maunz/Dürig* (Hrsg.), Art. 20 VII Rdnr. 117; *Stern*, Staatsrecht, Band III/2, § 84 II 4, S. 782 ff.; *Heusch*, S. 42; *Heusch*, S. 43; v. *Münch* in: von *Münch/Kunig* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 55; *Lerche*, S. 19.

tung müssen die Belastungen für die Betroffenen angemessen und zumutbar sein.¹⁵⁵ Bei gesetzlichen Normen muss diese Abwägung nicht notwendigerweise vollständig in der Norm selbst vorgenommen werden. Es kann genügen, wenn die Wahrung der Proportionalität der Rechtsanwendung überlassen wird.¹⁵⁶ Die vierte oben identifizierte Grenze – zwingendes Vertragsrecht kann bei heterogenen Regelungsadressaten zu unangemessenen Regelungen führen – kann damit als Frage der Angemessenheit interpretiert werden.¹⁵⁷

Die privatrechtliche Literatur, die sich mit Fragen der Rechtsetzung beschäftigt, verweist mitunter auf den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz.¹⁵⁸ So hat *Josef Drexl* das Verhältnis unterschiedlicher Regulierungsinstrumente im Verbraucherschutzrecht umfänglich an diesem Maßstab gemessen.¹⁵⁹ Danach führen die Grundformen der Regulierungsinstrumente im Verbraucherschutzrecht – Informationspflichten, Widerrufs- und Rücktrittsrechte sowie Inhaltskontrolle – zu unterschiedlich starken Eingriffen in die formale Privatautonomie.¹⁶⁰ Ein Regulierungsinstrument darf nicht verwendet werden, wenn andere Regulierungsinstrumente zur Verfügung stehen, die in die Privatautonomie weniger stark eingreifen.¹⁶¹ Auf dieser Grundlage entwickelt *Drexl* für das Verbraucherschutzrecht ein abgestuftes Regulierungsmodell, dessen Instrumentarium

¹⁵⁵ *Sachs* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 20 Rdnr. 154 f.

¹⁵⁶ BVerfGE 93, 213, 238; *Sachs* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 20 Rdnr. 154.

¹⁵⁷ Vgl. BVerfGE 103, 172, 183 f.: „Eine einzelne Maßnahme ist zur Erreichung des gesetzgeberischen Zwecks auch nicht deshalb unverhältnismäßig, weil nicht alle Betroffenen durch die gesetzlichen Vorkehrungen gleichmäßig belastet werden.“ Zur Prüfung von Pauschalierungslösungen am Verhältnismäßigkeitsgrundsatz s. *Clérico*, S. 93 ff. Zur Berücksichtigung von Verteilungsfragen im Rahmen der Verhältnismäßigkeitsprüfung s. *Engel* in: *Brugger/Kirste/Anderheiden* (Hrsg.), S. 103, 113 f., 124 ff. Zum Grundsatz der Verhältnismäßigkeit als Grenze typisierender Rechtsnormen s. *Rüfner* in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), Bonner Kommentar GG, Art. 3 Rdnr. 113. Auch bei einer Ungleichbehandlung zwischen verschiedenen Gruppen von Regelungsadressaten ist der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz zu beachten, s. BVerfGE 51, 1, 24; 81, 208, 224; *Paehlke-Gärtner* in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 133, 138 f.; *Gubelt* in: *von Münch/Kunig* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 14, 29; *Pernice*, S. 248; s. a. *Huster*, S. 279 ff. Der Schwerpunkt der Überprüfung von Rechtsnormen, die heterogene Regelungsadressaten betreffen, erfolgt jedoch im Rahmen des Art. 3 GG; s. dazu unten Teil 4, B. II.3, S. 340; s. a. unten Fn. 184.

¹⁵⁸ *Schön* in: *Heldrich/Prolss/Koller* (Hrsg.), S. 1191, 1204; *Drexl*, S. 257; *Kind*, S. 92 ff.; *Canaris* in: *Badura/Scholz* (Hrsg.), S. 873, 879 f.; *Zöllner*, AcP 196 (1996), 1; *Canaris*, AcP 184 (1984), 201, 242 f., 245; *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht, S. 19. Andeutungen des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes in ähnlichen Fragestellungen finden sich in der privatrechtlichen Literatur unter anderem in *Merkt*, ZfbF, Sonderheft 55, 2006, 24, 53; *Grundmann*, JZ 2000, 1133, 1143; *Reich/Micklitz*, S. 86; s. weiterhin *van Aaken* in: *Anderheiden u.a.* (Hrsg.), S. 110, 133 ff.; *Engel*, JZ 1995, 213, 218; *Hanau*. Differenzierend *Ruffert*, S. 99 ff. Zur fehlenden Effektivität einer Verhältnismäßigkeitskontrolle in der Entscheidungspraxis des Bundesverfassungsgerichts s. *Zöllner* in: *Riesenhuber* (Hrsg.), S. 53, 64 f.

¹⁵⁹ *Drexl*, S. 449 ff.

¹⁶⁰ *Drexl*, S. 449.

¹⁶¹ *Drexl*, S. 450.

bei ordnungspolitischen Maßnahmen des Kartellrechts beginnt und über Informationsmodelle sowie Widerrufs- und Rücktrittsmodelle bis zum Sozialmodell reicht.¹⁶² Auch in der Rechtsprechung des EuGH zu Einschränkungen von Grundfreiheiten durch zwingendes Vertragsrecht schlägt sich der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz nieder.¹⁶³

Im privatrechtlichen Zusammenhang ist allerdings zu beachten, dass der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz, der gemeinhin auf das Rechtsstaatsprinzip gestützt wird,¹⁶⁴ nicht unbesehen angewendet werden kann. Zwar kann die Schaffung zwingenden Vertragsrechts im Einzelfall einen Eingriff in die Privatautonomie der beteiligten Vertragsparteien darstellen.¹⁶⁵ Die Privatautonomie¹⁶⁶ ist als Teil der allgemeinen Handlungsfreiheit (Art. 2 Abs. 1 GG) grundgesetzlich im Sinne einer Institutsgarantie¹⁶⁷ verankert.¹⁶⁸

¹⁶² Drexl, S. 450 f., 544.

¹⁶³ Dazu genauer oben Teil 3, bei Fn. 36 ff., sowie Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1199; Grohmann, S. 367; Canaris in: Badura/Scholz (Hrsg.), S. 873, 890. Dagegen lässt sich aus der Europäischen Menschenrechtskonvention und der Grundrechte-Charta für die vorliegende Fragestellung vergleichsweise wenig ziehen, s. Leistner, S. 326, 335 f.

¹⁶⁴ Zu diesem und alternativen Herleitungsansätzen s. Dreier in: Dreier (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 145; Sachs in: Sachs (Hrsg.), Art. 20 Rdnr. 146; Starck in: von Mangoldt/Klein/Starck (Hrsg.), Art. 1 Rdnr. 285; Grzeszick in: Maunz/Dürig (Hrsg.), Art. 20 VII Rdnr. 108; Lerche, S. 29 ff.; Remmert, S. 4 f.; Jakobs, S. 27 ff.; Clérico, S. 19; Ossenbühl in: Badura/Scholz (Hrsg.), S. 151, 152 ff.; Stern, Staatsrecht, Band III/2, § 84 I 4, S. 769 ff.; Bartelt, S. 160 ff. Grundlegend zum Verhältnismäßigkeitsgrundsatz Lerche; s. weiterhin Stern, Staatsrecht, Band III/2, § 84, S. 761 ff.; Clérico; Jakobs. Zur rechtsgeschichtlichen Entwicklung s. Remmert; Stern, Staatsrecht, Band III/2, § 84 I 2, S. 765 ff.

¹⁶⁵ Schön in: Heldrich/Prölss/Koller (Hrsg.), S. 1191, 1202; Kind, S. 95 ff.

¹⁶⁶ Zum Verhältnis der Begriffe „Privatautonomie“ und „Vertragsfreiheit“ s. Flume, Rechtsgeschäft, S. 12.

¹⁶⁷ Zu diesem Begriff s. nur Dreier in: Dreier (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 107 ff. Zur Vertragsfreiheit als Institutsgarantie s. Höfling, S. 25 ff.; Canaris, JZ 1987, 993, 995; Ruffert, S. 75 ff., 304 ff.

¹⁶⁸ BVerfGE 8, 274, 328; 12, 341, 347; 60, 329, 339; 65, 196, 210; 70, 114, 123; 72, 155, 170; 73, 261, 270; 74, 129, 151 f.; 77, 370, 378 f.; 88, 232, 244; 89, 214, 231; 95, 267, 303; 99, 341, 350; 103, 271, 286 f.; BVerfG NJW 1996, 2021; Kind, S. 94 f.; Leistner, S. 289; Schmidt-Salzer, NJW 1970, 8, 10; Medicus, AcP 192 (1992), 35, 41; Canaris, JZ 1987, 993, 994; Kirchhof in: Habersack u.a. (Hrsg.), S. 1211, 1227; Kunig in: von Münch/Kunig (Hrsg.), Art. 2 Rdnr. 16; Hillgruber in: Umbach/Clemens (Hrsg.), Art. 2 I Rdnr. 94; Di Fabio in: Maunz/Dürig (Hrsg.), Art. 2 Abs. 1 Rdnr. 19; Stern, Staatsrecht, Band IV/1, § 104 II 6, S. 901 ff.; Larenz/Wolf, § 4 Rdnr. 51. Die Frage, ob die Privatautonomie auch in anderen Grundrechten und Staatszielbestimmungen verankert ist, soll hier nicht weiter vertieft werden; s. dazu Kind, S. 93 ff.; Drexl, S. 249 ff.; Canaris in: Badura/Scholz (Hrsg.), S. 873, 874; Canaris, JZ 1987, 993, 994; Höfling, S. 4 ff.; Ruffert, S. 53 ff., 287 ff.; Kirchhof in: Habersack u.a. (Hrsg.), S. 1211, 1227 ff.; Manssen, S. 130 ff.; Remien, S. 156 ff.; Larenz/Wolf, Rdnr. 51 ff. Zum Konzept eines Grundrechts von Verbrauchern auf wirtschaftliche Selbstbestimmung s. Drexl, S. 253 ff. Im Ergebnis besteht kein Streit über die verfassungsrechtliche Fundierung der Vertragsfreiheit, Höfling, S. 20; Canaris, JZ 1987, 993, 994; Cornils, S. 165 f.; differenzierend Hanau, S. 21 ff.

Allerdings ist die Privatautonomie notwendigerweise begrenzt und bedarf der einfachgesetzlichen Ausgestaltung¹⁶⁹ und Durchsetzung.¹⁷⁰ Dabei steht die Privatautonomie nicht zur beliebigen Disposition des Gesetzgebers. Vielmehr sind bei der Ausgestaltung der Privatautonomie die objektiv-rechtlichen Vorgaben der Grundrechte zu beachten.¹⁷¹ Dies gilt unabhängig von der Diskussion um eine Drittwirkung von Grundrechten im Privatrecht.¹⁷² Daraus folgt, dass nicht jede Ausgestaltung des privatrechtlichen Rechtsverkehrs zugleich einen Grundrechtseingriff darstellt.¹⁷³ Die Abgrenzung im Einzelfall zwischen einer bloßen Ausgestaltung der Privatautonomie und einem grundrechtlichen Eingriff ist schwierig.¹⁷⁴

¹⁶⁹ BVerfGE 89, 214, 231; *Flume*, Rechtsgeschäft, S. 1 f., 18 f.; *Schmidt-Salzer*, NJW 1970, 8, 10 f., 14; *Medicus*, AcP 192 (1992), 35, 60 f.; *Höfling*, S. 20 ff.; *Badura* in: Merten/Papier (Hrsg.), S. 783, § 20 Rdnr. 29; *Kirchhof* in: Habersack u.a. (Hrsg.), S. 1211 f. Auf die Parallelen in der ordoliberalen Diskussion zur Aufgabe des Staates in einer Marktwirtschaft sei an dieser Stelle nur hingewiesen; s. dazu *Böhm*, ORDO 17 (1966), 75; *Böhm* in: Mestmäcker (Hrsg.), S. 195; *Eucken*, ORDO 2 (1949), 1, 52 ff.; *Eucken*, S. 26 ff.; *Mestmäcker*, Die sichtbare Hand des Rechts, S. 27 ff.; *Mestmäcker*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, S. 35 f.; *Möschel* in: Gamm/Raisch (Hrsg.), S. 707, 719 ff.; *Fikentscher*, S. 41 ff.; *Wielsch*, S. 181 ff.; *Leistner*, S. 54 ff. Zu dieser Parallele auch *Canaris* in: *Badura/Scholz* (Hrsg.), S. 873, S. 875 ff.

¹⁷⁰ BVerfGE 89, 214, 231.

¹⁷¹ BVerfGE 89, 214, 231.

¹⁷² Der Gesetzgeber ist auch bei der Schaffung eines Gesetzes auf dem Gebiet des Privatrechts an Grundrechte gebunden. Dies folgt aus Art. 1 Abs. 3 GG und entspricht der ganz herrschenden Meinung; s. *Stern*, Staatsrecht, Band III/1, § 76 III 1, IV 2, IV 3, S. 1551, 1563 f., 1565 ff.; *Korinek/Dujmovits* in: Merten/Papier (Hrsg.), S. 909, § 23 Rdnr. 82; *Badura* in: Merten/Papier (Hrsg.), S. 783, § 20 Rdnr. 26; *Hillgruber* in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), Art. 2 Rdnr. 102; *Canaris*, AcP 184 (1984), 201, 201, 212 ff.; *Canaris*, JuS 1989, 161, 162; *Canaris* in: Bauer u.a. (Hrsg.), S. 30, 32; *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht, S. 11 ff.; *Dreier* in: *Dreier* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 97; *Cremer*, S. 425 ff.; *Poscher*, S. 204 ff., 346 ff. Unumstritten ist dies freilich nicht, s. *Diederichsen* in: Starck (Hrsg.), S. 39, 46 ff.; *Diederichsen*, AcP 198 (1998), 171, 231, 234 ff.; s. a. *Zöllner*, AcP 196 (1996), 1, 7; *Medicus*, AcP 192 (1992), 35, 45 f.; *Bartelt*, S. 163 f. m.w.N. Zur Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts s. BVerfGE 7, 198, 205; 10, 59, 66 ff.; 14, 263, 278; 61, 358, 371 ff.; 74, 33, 38 ff.; 79, 256, 266 ff.; 92, 158, 176 ff. Von der Bindung des Privatrechtsgesetzgebers an Grundrechte sind zwei weitere Konstellationen zu unterscheiden. In der einen Konstellation geht es um die Frage, ob und in welchem Umfang die Rechtsprechung bei der Anwendung privatrechtlicher Normen an die Grundrechte gebunden ist. Bei der anderen Konstellation geht es um die Frage, ob und in welchem Umfang Privatrechtssubjekte an Grundrechte gebunden sind, s. *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht, S. 11 ff., 23 ff., 33; *Ruffert*, S. 91; *Stern*, Staatsrecht, Band III/1, § 76 IV 3, S. 1565 ff., § 76 IV 6, S. 1579 f. Die rechtswissenschaftliche Debatte hat sich lange Zeit auf die beiden letztgenannten Konstellationen konzentriert, s. *Ruffert*, S. 30, 89 f. Nur in diesen Konstellationen stellt sich das Problem der mittelbaren Drittwirkung von Grundrechten; *Medicus*, AcP 192 (1992), 35, 44, 46 f.; *Canaris* in: Bauer u.a. (Hrsg.), S. 30, 32; *Canaris*, AcP 184 (1984), 201, 212 ff.; *Canaris*, JZ 1987, 993; *Ruffert*, S. 89 ff. Dies ist im vorliegenden Zusammenhang nicht relevant.

¹⁷³ *Schmidt-Salzer*, NJW 1970, 8, 14 f.; *Kind*, S. 96. Dies beseitigt aber nicht die Grundrechtsbindung des Privatrechtsgesetzgebers, s. *Ruffert*, S. 90, 95. Monographisch zur Grundrechtsbindung bei der Ausgestaltung von Grundrechten s. *Cornils*.

¹⁷⁴ Exemplarisch *Kind*, S. 97 ff.; *Ruffert*, S. 105 ff., 316 ff.; s. a. *Badura* in: Merten/Papier

Auch bei der Ausgestaltung der Privatautonomie durch den einfachen Gesetzgeber bleibt der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz von Bedeutung. Zwar hat der Gesetzgeber bei der Schaffung der Rahmenbedingungen einer funktionierenden Privatrechtsordnung grundsätzlich einen weiten Gestaltungsspielraum.¹⁷⁵ Die Einschätzungsprärogative des Gesetzgebers ist aber nicht unbeschränkt. Äußerste Grenze des Gestaltungsspielraums ist einerseits, dass das Institut der Privatautonomie an sich nicht angetastet werden darf.¹⁷⁶ Andererseits muss der Gesetzgeber bei der Ausgestaltung der Privatautonomie rechtliche Leitlinien wie den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz beachten.¹⁷⁷ Dies gilt nicht nur bei Schaffung zwingenden, sondern auch bei der Schaffung dispositiven Vertragsrechts.¹⁷⁸ Da der Gesetzgeber auch diesbezüglich einen nicht überprüfbaren Gestaltungsspielraum hat,¹⁷⁹ ist die Intensität der Verhältnismäßigkeitsprüfung im Bereich der Ausgestaltung der Privatautonomie geringer als bei Eingriffen in dieselbe.¹⁸⁰

Trotz dieser Einschränkungen kann der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts als normative Richtschnur dienen, wenn es um den Vergleich unterschiedlicher Regulierungsinstrumente geht.¹⁸¹ Dies veranschaulicht die schon erwähnte Beobachtung, dass eine privatrecht-

(Hrsg.), S. 783, § 20 Rdnr. 30; *Hillgruber* in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), Art. 2 I Rdnr. 99, 104 ff.; *Murswiek* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 2 Rdnr. 55a; *Cornils*, S. 167 ff.

¹⁷⁵ BVerfGE 81, 242, 255; *Leistner*, S. 290; *Kind*, S. 101; *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht, S. 20 f.; s. a. *Clemens* in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), vor Art. 2 ff. Rdnr. 78.

¹⁷⁶ *Kind*, S. 101 f. Allgemein zur Beschränkung von Institutsgarantien s. *Höfling*, S. 32 ff.

¹⁷⁷ *Kind*, S. 102; *Leistner*, S. 292 f.; *Canaris*, JZ 1987, 993, 994 f.; *Medicus*, AcP 192 (1992), 35, 69; *Hillgruber* in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), Art. 2 I Rdnr. 99; *Preis* in: *Hanau/Heither* (Hrsg.), S. 429, 435; *Kokott* in: *Merten/Papier* (Hrsg.), S. 853, § 22 Rdnr. 40. Allgemein gilt der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz im Bereich von Ausgestaltungsvorbehalten, s. *Engel* in: *Brugger/Kirste/Anderheiden* (Hrsg.), S. 103, 105 m.w.N. Skeptisch zur Frage, ob die Prüfung in solchen Bereichen noch viel mit dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz in der klassischen Grundrechtsprüfung zu tun hat, *Ossenbühl* in: *Badura/Scholz* (Hrsg.), S. 151, 160. Neben dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz muss der Gesetzgeber bei der Ausgestaltung der Privatautonomie auch den Grundsatz praktischer Konkordanz beachten, s. BVerfGE 89, 214, 231 f.; BVerfG NJW 1996, 2021; *Leistner*, S. 290 ff.; *Kind*, S. 103.

¹⁷⁸ *Medicus*, AcP 192 (1992), 35, 47; *Rüfner* in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), Bonner Kommentar GG, Art. 3 Rdnr. 168; *Canaris*, AcP 184 (1984), 201, 201, 214, 222, 245; *Bartelt*, S. 165 f.; s. a. *Ruffert*, S. 96; a.A. *Pieroth/Schlink*, Rdnr. 178 (kein Eingriff bei dispositivem Recht). Diese Gegenansicht ist nicht überzeugend, wenn dispositives Vertragsrecht in seinen praktischen Auswirkungen zwingendem Vertragsrecht gleichsteht, s. *Bartelt*, S. 166. Zu einer solchen Konstellation s. oben Teil 3, D.II, S. 121.

¹⁷⁹ *Sachs* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 20 Rdnr. 151; *Ossenbühl* in: *Badura/Scholz* (Hrsg.), S. 151, 156 ff.

¹⁸⁰ *Ruffert*, S. 117 f., 314 ff.

¹⁸¹ Darüber hinaus können aus Grundrechten auch objektive Schutzpflichten erwachsen, die Gesetzgeber und Rechtsprechung verpflichten können, geschlossenen Verträgen die rechtliche Wirksamkeit zu versagen; dazu oben Teil 2, Fn. 15.

liche Rechtsetzungslehre in einer größeren, rechtsgebietsübergreifenden Steuerungswissenschaft aufgeht.¹⁸²

3. Typisierung

Die vorliegende Untersuchung hat dargelegt, dass zwingendes Vertragsrecht als Regulierungsinstrument an Grenzen stoßen kann, wenn angesichts heterogener Regelungsadressaten ein Regulierungsinstrument mit großem Detailgrad notwendig ist. Sind die Regelungsadressaten sehr heterogen, verringert eine Kategorisierung von Regelungsadressaten Einzelfallgerechtigkeit und Flexibilität. Eine Verlagerung der Problematik auf die Rechtsprechung erschwert die Bildung allgemeiner Rechtsgrundsätze und einer übergreifenden Dogmatik (oben Teil 3, E, S. 265). Eine Abwägung zwischen diesen beiden Regelungsmodellen erfordert normative Kriterien, anhand derer bestimmt werden kann, welche Bedeutung Aspekten wie Einzelfallgerechtigkeit, Flexibilisierung und Rechtssicherheit in einem bestimmten Umfeld zukommen.¹⁸³

Hinsichtlich dieser Kriterien kann es wiederum hilfreich sein, Kategorien des Öffentlichen Rechts zu konsultieren. Im Verfassungsrecht wird die Frage, inwieweit der Gesetzgeber typisierende Regelungen erlassen darf, üblicherweise im Rahmen des Art. 3 GG diskutiert.¹⁸⁴ Die Frage ist insbesondere im Steuer- und Sozialversicherungsrecht relevant.¹⁸⁵ Auch bei der Schaffung privatrechtlicher Normen ist der Gesetzgeber an Art. 3 GG gebunden.¹⁸⁶ Daher

¹⁸² Dazu oben Teil 4, bei Fn. 146. Zur parallelen Bedeutung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes für die Neue Verwaltungsrechtswissenschaft s. *Spiecker gen. Döhmman*, DVBl. 2007, 1074, 1080; *Engel*, JZ 2005, 581, 582; s. a. *Engel* in: Brugger/Kirste/Anderheiden (Hrsg.), S. 103. Beachte auch die bedenkenswerten Vorbehalte von *Appel* in: Pieroth (Hrsg.), S. 226, 263 ff.

¹⁸³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1590.

¹⁸⁴ Dazu *Osterloh* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 104 ff.; s. a. *Engel* in: Brugger/Kirste/Anderheiden (Hrsg.), S. 103, 125. Zur Prüfung der Frage im Rahmen des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes s. oben Teil 4, bei Fn. 157. Die parallele Anwendbarkeit beider Prüfungsmaßstäbe ist nicht verwunderlich. Zur Beziehung zwischen vertikaler Verhältnismäßigkeits- und horizontaler Gleichheitsprüfung s. *Kirchhof* in: Badura/Scholz (Hrsg.), S. 134; *Lerche*, S. 30; s. a. *Hanau*, S. 115 ff. Zum Verhältnis zwischen der so genannten „neuen Formel“ im Rahmen der Prüfung von Art. 3 Abs. 1 GG und dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz s. nur *Dreier* in: *Dreier* (Hrsg.), Vorb. Rdnr. 152, Art. 3 Rdnr. 26 ff., m.w.N.

¹⁸⁵ *Gubelt* in: *von Münch/Kunig* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 51; *Rüfner* in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), Bonner Kommentar GG, Art. 3 Rdnr. 112; *Starck* in: *von Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 23 f.; *Huster*, S. 250, jeweils m.w.N. Grundlegend zum Steuerrecht s. *Isensee*; s. weiterhin *Osterloh*. Zum Umweltrecht s. *Böhm*, S. 129 ff.; zu einem Beispiel aus dem Abfallrecht s. *Engel* in: Brugger/Kirste/Anderheiden (Hrsg.), S. 103, 127 f. Zur vergleichsweise übersichtlichen ökonomischen Literatur s. *Belan/Gauthier/Laroque*, J. Pub. Econ. 92 (2008), 1738, 1739 m.w.N.

¹⁸⁶ Die Diskussion um die Grundrechtsbindung im Privatrecht konzentriert sich üblicherweise auf die Analyse der Freiheitsgrundrechte. Dagegen ist die Bindung des Gesetzgebers im Privatrecht an den Gleichheitsgrundsatz des Art. 3 GG unbestritten; BVerfGE 14,

hat sich das Bundesverfassungsgericht wiederholt mit der Frage beschäftigt, ob bestimmte Normen des BGB gegen Art. 3 GG verstoßen.¹⁸⁷ Allerdings hat der Gesetzgeber bei der Schaffung privatrechtlicher Normen einen beachtlichen Gestaltungsspielraum. Die Grundrechte ziehen nur äußerste Schranken.¹⁸⁸

Betrachtet man das Problem heterogener Regelungsadressaten aus der Perspektive des Art. 3 GG, lassen sich Möglichkeiten und Grenzen typisierender Rechtsnormen bestimmen. Das Bundesverfassungsgericht hat wiederholt betont, dass der Gesetzgeber grundsätzlich generalisierende, typisierende und pauschalierende Rechtsnormen erlassen darf.¹⁸⁹ Generalisierung gehört zum Wesen des generell-abstrakten allgemeinen Gesetzes im Gegensatz zum Einzelfallgesetz im Sinne des Art. 19 Abs. 1 GG.¹⁹⁰ Damit folgt aus der Kompetenz zum Erlass generell-abstrakter Gesetze die gesetzgeberische Typisierungskompetenz.¹⁹¹

Der Gesetzgeber darf typisieren, um Regulierungskosten zu sparen.¹⁹² Die Praktikabilität von Rechtsnormen gehört in einer Massengesellschaft zu den notwendigen Voraussetzungen einer gleichheitsgerechten Gesetzesanwendung.¹⁹³ Es genügt, wenn der Gesetzgeber sich bei der Typisierung am tatsächlich typischen Fall und nicht am atypischen orientiert. Er muss sachgerecht und

263, 284 f.; 18, 121, 124 ff.; 20, 31, 33; 37, 132, 143; 48, 227, 234 ff.; 54, 251, 273; *Ruffert*, S. 119 m.w.N.; *Starck* in: *von Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 244, 290. Zur Frage, ob aus Art. 3 GG auch objektive Schutzpflichten des Gesetzgebers auf Sicherstellung von Gleichbehandlung im privaten Rechtsverkehr folgen, s. *Ruffert*, S. 173 ff.; *Rüfner* in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), *Bonner Kommentar GG*, Art. 3 Rdnr. 51 ff., 609 ff.; *Starck* in: *von Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 291 ff.

¹⁸⁷ BVerfGE 18, 21, 124 ff.; 20, 31; 11, 277, 279 ff.; 60, 123. Im Überblick *Rüfner* in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), *Bonner Kommentar GG*, Art. 3 Rdnr. 509 ff.

¹⁸⁸ *Stern*, Staatsrecht, Band III/1, § 76 IV 6, S. 1579 f.

¹⁸⁹ Speziell für das Privatrecht s. BVerfGE 67, 329, 347; 97, 186, 195; allgemein s. BVerfGE 17, 1, 23 f.; 21, 12, 27 f.; 33, 171, 189; 65, 325, 354 ff.; 72, 302, 329; 78, 214, 226 f.; 82, 126, 151 f.; 84, 348, 359; 87, 234, 255; 89, 15, 24; 96, 1, 6 f.; 101, 297, 309; 103, 310, 319; *Osterloh* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 108; *Paehlke-Gärtner* in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 183; *Gubelt* in: *von Münch/Kunig* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 51; *Ruffert*, S. 120; *Rüfner* in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), *Bonner Kommentar GG*, Art. 3 Rdnr. 112; *Starck* in: *von Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 23. Zum U.S.-amerikanischen Recht s. *S. Royster Guano Co. v. Virginia*, 253 U.S. 412, 415 (1920).

¹⁹⁰ *Osterloh* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 105; *Gubelt* in: *von Münch/Kunig* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 26; *Engel* in: *Brugger/Kirste/Anderheiden* (Hrsg.), S. 103, 129; *Rüfner* in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), *Bonner Kommentar GG*, Art. 3 Rdnr. 111; *Starck* in: *von Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 7 ff.; *Pernice*, S. 244; *Isensee*, S. 96: „Die Einzelfallregelung durch Gesetz ... erscheint als pathologische Rechtsfigur.“

¹⁹¹ *Heun* in: *Dreier* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 33; *Huster*, S. 252; *Pernice*, S. 244. Dazu auch oben Teil 3, bei Fn. 1504.

¹⁹² *Engel* in: *Brugger/Kirste/Anderheiden* (Hrsg.), S. 103, 154 f.; *Starck* in: *von Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 23.

¹⁹³ *Osterloh* in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 108; *Rüfner* in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), *Bonner Kommentar GG*, Art. 3 Rdnr. 111; *Heun* in: *Dreier* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 33; *Huster*, S. 249 f. Kritisch *Isensee*, S. 138, s. jedoch ebda., S. 166 ff.; s. a. *Huster*, S. 266 ff.

realitätsnah typisieren.¹⁹⁴ Bei komplexen Sachverhalten darf sich der Gesetzgeber zunächst mit groben Typisierungen begnügen, um in angemessener Zeit Erfahrungen zu sammeln.¹⁹⁵ Bei all diesen Fragen wird dem Gesetzgeber ein erheblicher Entscheidungsspielraum eingeräumt.¹⁹⁶

Jedoch ist eine Typisierung nur zulässig, wenn die dadurch entstehenden Härten und Ungerechtigkeiten eine verhältnismäßig kleine Zahl von Personen betreffen und der Verstoß gegen den Gleichheitssatz nicht sehr intensiv ist.¹⁹⁷ Dies kann dazu führen, dass einzelne Härtefälle in gewissen Grenzen hinzunehmen sind. Sie führen nicht zu einem Verstoß der gesetzlichen Regelung gegen Art. 3 GG.¹⁹⁸ Zwar wird in der Rechtsprechung mitunter der prozentuale Anteil von Härtefällen genannt, der hinzunehmen ist.¹⁹⁹ Daraus lässt sich kein allgemeiner Grundsatz ableiten. Es muss immer eine umfassende Abwägung im Einzelfall erfolgen, da nicht nur die Anzahl der Betroffenen, sondern auch die Intensität der jeweiligen Beeinträchtigung entscheidend ist.²⁰⁰ Jedoch kann die Anzahl von Härtefällen als Indiz herangezogen werden, ob die gewählte Typisierung sachgerecht, realitätsnah und nicht atypisch erfolgt ist.²⁰¹

Werden Zahl oder Größe der Härtefälle zu groß, sind diese mit Hilfe gesetzlicher Härteklauseln oder Billigkeitsregelungen abzufedern.²⁰² Damit können

¹⁹⁴ BVerfGE 27, 142, 150; 39, 316, 328 f.; 103, 44, 75; Osterloh in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 108; Gubelt in: *von Münch/Kunig* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 26; Engel in: *Brugger/Kirste/Anderheiden* (Hrsg.), S. 103, 155; Starck in: *von Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 23; Schneider, Rdnr. 63; Pernice, S. 247 f.; Böhm, S. 131. Dazu auch oben Teil 3, bei Fn. 1445, 1505.

¹⁹⁵ BVerfGE 75, 108, 162.

¹⁹⁶ Ruffert, S. 119; Heun in: *Dreier* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 51.

¹⁹⁷ BVerfGE 84, 348, 360; s. a. BVerfGE 9, 20, 31 ff.; 26, 265, 275 f.; 44, 283, 286 ff.; 45, 376, 390; 63, 119, 128 f.; 79, 81, 100; 98, 365, 385; Osterloh in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 109; Paehlke-Gärtner in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 183; Gubelt in: *von Münch/Kunig* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 26; Heun in: *Dreier* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 33; Huster, S. 273 ff.

¹⁹⁸ BVerfGE 63, 119, 128 ff.; 95, 287, 298 f.; 66, 234, 242 ff.; 99, 280, 290; Osterloh in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 111; Paehlke-Gärtner in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 183; Rüfner in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), *Bonner Kommentar GG*, Art. 3 Rdnr. 114; Starck in: *von Mangoldt/Klein/Starck* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 23; Huster, S. 252, 261 f.; Böhm, S. 134 f. Dass dies nicht unproblematisch ist, zeigt sich beispielsweise in der abweichenden Meinung von Katzenstein in BVerfGE 66, 66, 82: Es sei „für den einzelnen Grundrechtsträger schwer einsichtig, daß er die Verletzung eines ihm individuell zustehenden Grundrechts unter dem Gesichtspunkt einer zulässigen Typisierung hinnehmen muß.“ Zum problematischen Spannungsverhältnis zwischen Typisierung und individuellen Grundrechtspositionen s. nur Huster, S. 277; Pernice, S. 252 f., jeweils m.w.N.

¹⁹⁹ BVerfGE 17, 1, 25, nennt 7,5 % (differenzierend BVerfGE 90, 249, 288 f.); BVerwGE 68, 36, 38 ff., und BVerwG, NVwZ 1987, 231, 232, nennen 10 %; s. a. BVerfGE 90, 249, 288 f.

²⁰⁰ Osterloh in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 111; Huster, S. 276 f.

²⁰¹ Paehlke-Gärtner in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 183; Huster, S. 278.

²⁰² BVerfGE 68, 155, 173 ff.; 60, 15, 39 f., 50 ff.; 84, 102, 116; 87, 153, 172; Rüfner in: *Dolzer/Vogel/Graßhof* (Hrsg.), *Bonner Kommentar GG*, Art. 3 Rdnr. 114; Osterloh in: *Sachs* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 111; Paehlke-Gärtner in: *Umbach/Clemens* (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 184; Gubelt in:

beispielsweise Optionsmöglichkeiten zur Selbstkategorisierung, wie sie oben dargestellt wurden,²⁰³ legitimiert werden. Sind solche Härtekláuseln oder Billigkeitsregelungen nicht möglich und schlägt eine Typisierung daher fehl, kann der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz den Gesetzgeber zwingen, von einer Typisierung abzusehen und die Entscheidung des Einzelfalls über unbestimmte Rechtsbegriffe den Gerichten zu überlassen.²⁰⁴ Damit bietet die Dogmatik zu Art. 3 GG ein normatives Kriterium, welches den Übergang von einem kategorisierenden gesetzlichen Regelungsmodell mit Optionsmöglichkeiten zu einem undifferenzierten gesetzlichen Regulierungsmodell mit richterlicher Korrektur im Einzelfall erfordern kann.²⁰⁵ Auch dieses Beispiel veranschaulicht, dass eine privatrechtliche Rechtsetzungslehre in einer rechtsgebíetsübergreifenden Steuerungswissenschaft aufgeht.

III. Rechtsetzungslehre und Komplexität

Eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts muss mit komplexen Regelungssachverhalten umgehen können. Bezüglich solcher Sachverhalte muss sie Aussagen treffen, wie viel Regulierung angemessen ist und welche Regulierungsaufgabe dem Gesetzgeber beziehungsweise der Rechtsprechung zugewiesen werden sollte.²⁰⁶

Die ökonomische Analyse des Rechts erlaubt es, die Auswirkungen bestimmter rechtlicher Regelungen auf menschliches Verhalten in einem klar definierten Analyserahmen detailliert zu beschreiben und zu prognostizieren. Regelmäßig weisen die zu untersuchenden Sachverhalte ein hohes Maß an Komplexität auf. Dann darf es nicht erstaunen, wenn auch die rechtsökonomische Analyse der Sachverhalte entsprechend komplex ist.²⁰⁷ Dies kann der ökonomischen Analyse des Rechts schwerlich zum Vorwurf gemacht werden.

Jedoch ist fraglich, wie eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts mit solch komplexen Analysen umgehen sollte. Versucht der Gesetzgeber, die komplexen Wirkungszusammenhänge in einem entsprechend komplexen Regelungsmodell abzubilden, können Regulierungsaufwand und Regulierungskosten ins Unermessliche steigen. Darauf wurde schon wiederholt hingewiesen.²⁰⁸ Beson-

von Münch/Kunig (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 26; Starck in: von Mangoldt/Klein/Starck (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 23; Heun in: Dreier (Hrsg.), Art. 3 Rdnr. 33; Huster, S. 289 ff.; Pernice, S. 266 ff.; Böhm, S. 144 f.

²⁰³ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1506, und Teil 3, E.II.2.b)bb), S. 287.

²⁰⁴ Starck in: von Mangoldt/Klein/Starck (Hrsg.), Art. 1 Rdnr. 283.

²⁰⁵ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1590. Zu diesen beiden Regulierungsmodellen s. oben Teil 3, E.III, S. 306.

²⁰⁶ Zu ähnlichen Fragestellungen im Öffentlichen Recht s. *Towfigh*, *Der Staat* 2009, 29.

²⁰⁷ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 938.

²⁰⁸ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 1272, 1298, 1509; hinsichtlich der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts s. *Epstein*, 92 *Minn. L. Rev.* 803, 820 f. (2008).

ders deutlich wird das Problem, wenn man die Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts für eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts fruchtbar machen will. Die verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomische Forschung kann in ihrem gegenwärtigen Stand am ehesten eng umrissene, empirisch abgesicherte gesetzgeberischer Interventionen in spezifischen Märkten legitimieren. Für eine allgemeine, übergreifende Regulierung vertragsrechtlicher Probleme ist die Forschungsrichtung noch nicht hinreichend ausgereift.²⁰⁹ Auch hinsichtlich eng umrissener gesetzgeberischer Interventionen bewegt sich die verhaltenswissenschaftlich-rechtsökonomische Analyse auf wackligem Terrain. Es kann nicht sein, dass jede identifizierte Verhaltensabweichung zu einer Intervention des Gesetzgebers führt. Dies ist weitgehend unbestritten.²¹⁰ Unklar ist allerdings, nach welchen Kriterien jene Verhaltensabweichungen, die eine Intervention des Gesetzgebers erfordern, von den restlichen Verhaltensabweichungen zu unterscheiden sind.²¹¹

Die Identifikation zahlreicher Verhaltensabweichungen kann zu gesetzgeberischem Aktionismus verleiten. Allgemein ist dem Versuch eines solchen „Mikromanagements“ mit einer gewissen Skepsis zu begegnen. Dem Kartellrechtler ist das Problem als Streit zwischen „Chicago“- und „Post Chicago“-Theorien²¹² sowie der Hinwendung des Europäischen Kommission zu einem „more economic approach“ bekannt.²¹³ Die zunehmende Verfeinerung der ökonomischen Analyse des Rechts weitet dieses früher kartellrechtsspezifische Problem auf das gesamte Privatrecht aus.

Je stärker der Gesetzgeber im Privatrecht auf Mikromanagement setzt, desto größer ist die Gefahr, selektiv zu regulieren, wichtige Aspekte zu vernachlässigen und dadurch insgesamt Wettbewerb zu verzerren. Dies kann die Vorteile der jeweiligen Regulierung zunichte machen.²¹⁴ Auch liefert Mikromanagement Regulierern eine gute Begründung zur Ausweitung ihrer eigenen Aktivitäten. Mikromanagement dient der Existenzberechtigung des Re-

²⁰⁹ Dazu oben Teil 4, bei Fn. 105.

²¹⁰ Dennoch verleitet dies manche Autoren zu einer gewissen Polemik. So fanden *Hirschleifer/Shumway*, *J. Fin.* 58 (2003), 1009, in einer empirischen Untersuchung heraus, dass eine statistisch signifikante Korrelation zwischen dem Wetter und der täglichen Börsenentwicklung besteht. An sonnigen Tagen steigen die Börsenkurse tendenziell. *Choi/Pritchard*, 56 *Stan. L. Rev.* 1, 66 f. (2003), fragen daraufhin, ob man aufgrund dieser Erkenntnis Börsen an Tagen mit schlechtem Wetter schließen sollte. Auf S. 57 meinen die Autoren: „Taken to its logical extreme, behavioral economics offers the questionable benefit of North Korean-style efficiency to our financial markets.“

²¹¹ Die Lösung mag in einer stärkeren theoretischen psychologischen Fundierung der verhaltenswissenschaftlich-ökonomischen Analyse des Rechts liegen; dazu schon oben Teil 4, A.III.1, S. 322.

²¹² Dazu nur *Bechtold*, Kontrolle von Sekundärmärkten, S. 46 m.w.N.

²¹³ Zur ordoliberalen Position s. *Möschel* in: Gamm/Raisch (Hrsg.), S. 707, 721 f.

²¹⁴ *Epstein*, 92 *Minn. L. Rev.* 803, 821 (2008).

gulierers.²¹⁵ Ein Mikromanagement erfordert eine Faktenbasis, über die der Gesetzgeber oftmals nicht verfügt.²¹⁶ Der Detailgrad der ökonomischen Analyse des Rechts kann zu der Illusion eines „social engineering“ verleiten, wonach jeder gewünschte gesellschaftliche Zustand durch entsprechende Rechtsnormen oder sonstige Institutionen hergestellt werden kann.²¹⁷ Auch kann mit einem zunehmenden Mikromanagement die Komplexität von Rechtsnormen ansteigen. Dies kann bei manchen Regelungsadressaten dazu führen, dass sie die Rechtsnormen nicht mehr verstehen und nicht mehr befolgen. Der Gesetzgeber muss dann eine Abwägung zwischen der größeren Einzelfallgerechtigkeit eines differenzierten Regulierungsansatzes und einer damit eventuell einhergehenden Verringerung der Normbefolgung treffen.²¹⁸ Schließlich ist fraglich, ob ein Mikromanagement immer zu einer Erhöhung von Rechtssicherheit führt.²¹⁹

Vor diesem Hintergrund hat eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts das Verhältnis zwischen Gesetzgebung und Rechtsprechung zu bestimmen. Auf die dabei entstehenden Abwägungsprobleme wurde schon eingegangen.²²⁰ An dieser Stelle sei nur darauf hingewiesen, dass sich hinter der Abwägung eine allgemeine Diskussion verbirgt, welche die Rechtsökonomie und die Rechtsdogmatik unter unterschiedlichen Begriffen führen.

Die Rechtsökonomie untersucht das optimale Verhältnis zwischen Gesetzgebung und Rechtsprechung unter dem Stichwort „rules versus standards“.²²¹ Auf diese Diskussion wurde schon hingewiesen.²²² Dem Kartellrechtler ist sie unter dem Begriffspaar „per se“- und „rule of reason“-Analyse bekannt.²²³ Die Rechtsdogmatik führt die Diskussion anhand einer Analyse der Vor- und Nachteile eines beweglichen Systems. Bei der Untersuchung von kapitalmarktrechtlichen Wohlverhaltenspflichten hatte die vorliegende Untersuchung dargelegt, dass das Regulierungsmodell des alten WpHG Züge eines beweglichen

²¹⁵ Zu diesem politökonomischen Argument im kapitalmarktrechtlichen Zusammenhang *Moloney*, EBOR 2005, 341, 410 f.

²¹⁶ *Moloney*, EBOR 2005, 341, 415 f.

²¹⁷ *Kirchgässner*, S. 213 ff.

²¹⁸ Zu dieser Abwägung aus rechtsökonomischer Sicht *Kaplow*, J. L. Econ. & Organ. 11 (1995), 150; s. a. *Kaplow*, J. L. Econ. & Organ. 14 (1998), 61. Allgemein zur Komplexität von Rechtsregeln s. *Towfigh*, Der Staat 2009, 29.

²¹⁹ Dazu schon oben Teil 3, bei Fn. 1511.

²²⁰ Dazu oben Teil 3, E.II.2, S. 278.

²²¹ Während eine Rechtsregel („rule“) ein *ex ante* klar formuliertes Regelprogramm enthält, sind Verhaltensstandards („standards“) weich formulierte Regelungen, die erst *ex post* anhand eines Einzelfalls konkretisiert werden. Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1277.

²²² Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1277 ff., 1289, 1311 ff., 1589.

²²³ Dazu auch ökonomischer Sicht *Katsoulacos/Ulph*; s. weiterhin *Lemley/Leslie*; *Crane*, 64 Wash. & Lee L. Rev. 49 (2007); *Bar-Gill*, 92 Minn. L. Rev. 749, 753 f. (2008); *Armstrong*, S. 2.

Systems im Sinne *Walter Wilburgs* trug, von dem durch die Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie abgewichen wurde.²²⁴

Wilburg sucht nach keinem einheitlichen Rechtsprinzip, das alle Fragen eines bestimmten Bereichs der Lebenswirklichkeit löst. Vielmehr will er die verschiedenen relevanten „Kräfte“ identifizieren. Diese sind keine starren Größen und verfügen nicht über ein festgelegtes Rangverhältnis. Vielmehr können sie untereinander austauschbar sein und in unterschiedlicher Gewichtung zu unterschiedlichen Ergebnissen führen.²²⁵

Schon *Claus-Wilhelm Canaris* hat darauf hingewiesen, dass die Forderung *Wilburgs* nach einer starken Ausdifferenzierung von Rechtsnormen nicht nur im Rahmen eines beweglichen Systems erfüllt werden kann. Ähnliches kann auch durch ein ausdifferenziertes System fester Tatbestände mit klar umrissenen Ausnahmen erreicht werden.²²⁶ Die rechtsdogmatische Diskussion hat die Probleme beider Regulierungsansätze schon seit langem identifiziert.²²⁷ Ein starres System mit festen Tatbeständen hat den Vorteil höherer Rechtssicherheit und ist für den Richter einfacher handhabbar. Es hat gleichzeitig den Nachteil geringerer Flexibilität und damit häufigerer Fehlentscheidungen im Einzelfall.²²⁸ Diese Erwägungen liegen auch der Behandlung typisierender Rechtsnormen unter Art. 3 GG zugrunde.²²⁹ Sie haben im rechtsdogmatischen Diskurs zu der Forderung geführt, unterschiedliche Regelungskonzepte zu kombinieren. So können feste Tatbestände durch Generalklauseln oder weiche Tatbestandsmerkmale ergänzt und aufgelockert werden.²³⁰ Die Forderung nach solchen Mischformen unterschiedlicher Regulierungsmodelle ist auch ein Ergebnis der vorliegenden rechtsökonomischen Untersuchung.²³¹

C. Ausblick

Die vorangegangenen Überlegungen zeigen, dass Rechtsökonomie und Rechtsdogmatik in ihrem Erkenntnisinteresse und ihren Aussagen oftmals gar nicht so weit voneinander entfernt sind, wie dies mitunter scheint. Einer Rechtset-

²²⁴ Dazu oben Teil 3, bei Fn. 1470 f. Grundlegend zum beweglichen System *Wilburg*, Entwicklung eines beweglichen Systems. S. weiterhin *Wilburg*, Elemente des Schadensrechts, S. 26 ff., 283 ff.; *Canaris*, Systemdenken, S. 74 ff.; *Westerhoff*; Bydlinski u.a. (Hrsg.).

²²⁵ *Wilburg*, Entwicklung eines beweglichen Systems, S. 13, 22. S. zum Ganzen auch *Westerhoff*.

²²⁶ *Canaris*, Systemdenken, S. 80 f.

²²⁷ S. nur *Canaris*, Systemdenken, 80 ff.; *Westerhoff*, S. 65 ff.

²²⁸ *Canaris*, Systemdenken, S. 82 f. In Bezug auf § 31 WpHG s. *Veil*, WM 2007, 1821, 1822.

²²⁹ Dazu oben Teil 4, B.II.3, S. 340.

²³⁰ *Canaris*, Systemdenken, S. 78 ff.

²³¹ Dazu oben Teil 4, B.I, S. 331.

zungslehre des Privatrechts kann man sich mit unterschiedlichen Methoden nähern. Bewusst hat sich die Untersuchung keiner unkritischen Verwendung der rechtsökonomischen Methode verschrieben. Die Bewertung der Methode fällt differenziert aus. Wie jede Methode hat die ökonomische Analyse des Rechts Vor- und Nachteile. Sie öffnet den Blick für grundlegende, fachübergreifende Regelungsstrukturen und erlaubt eine präzise Analyse von Detailfragen.

Auch beeindruckt die moderne ökonomische Analyse des Rechts in ihrer methodischen Vielfalt. Die Zeiten, in denen Rechtsökonomien rechtliche Fragestellungen ausschließlich in ökonomischen Modellen abbildeten, sind lange überwunden. Im Idealfall validiert die moderne ökonomische Analyse des Rechts eine Hypothese über die Auswirkungen einer rechtlichen Regelung auf menschliches Verhalten, indem sie die Hypothese in einem theoretischen Modellrahmen formuliert und dann empirisch und experimentell auf systematische und replizierbare Weise überprüft. Modelltheoretische, empirische und experimentelle Untersuchungen ergänzen sich zu einer umfassenden sozialwissenschaftlichen Analyse eines juristischen Problems. Die dabei gewonnenen Erkenntnisse sollen den Gesetzgeber bei der Ausgestaltung der rechtlichen Regelung anleiten.²³²

Bis die rechtsökonomische Forschung dieses Ideal wirklich erreicht, hat sie noch einen weiten Weg vor sich. Die methodischen Beschränkungen und normativen Probleme der Rechtsökonomie sind allgegenwärtig. Dies erinnert den Rechtswissenschaftler immer daran, dass auch die ökonomische Analyse des Rechts derzeit kein umfassendes und abschließendes Ordnungsmodell des Rechts bereitstellen kann. Eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts muss daher auf einem methodischen Pluralismus aufbauen.

Dennoch kann eine Rechtsetzungslehre des Privatrechts nicht ohne die ökonomische Analyse des Rechts auskommen. Die ökonomische Analyse des Rechts nimmt darin sogar eine zentrale Stellung ein. Sie öffnet einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts den Blick für den Baukasten des Gesetzgebers, der mit Hilfe verschiedener Regulierungsinstrumente typische Konfliktlagen in Vertragsbeziehungen bewältigen muss. Dass Privatrecht damit tendenziell als Regulierungsrecht aufgefasst wird, mag eher wegen damit verbundener Konnotationen als wegen des Inhalts der Aussage befremden.

Die ökonomische Analyse des Rechts öffnet dem Rechtswissenschaftler schließlich den Blick dafür, dass manche grundlegende Konzepte der Ökonomie und des Privatrechts große Ähnlichkeiten aufweisen. Man denke nur an die Konzepte der Präferenz und der Privatautonomie. Beide Konzepte nehmen in den jeweiligen Wissenschaften eine zentrale Stellung ein. Beide Konzepte sehen sich zunehmenden Angriffen durch die verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts ausgesetzt. Dass die Öffnung einer Rechtsetzungs-

²³² Dazu oben Teil 2, bei Fn. 211 und Teil 3, C.III, S. 117.

lehre des Privatrechts gegenüber der Rechtsökonomie in ihrer heutigen Breite und Tiefe die Fragilität solch grundlegender Konzepte offenbart, ist wohl ein Preis, den die Rechtswissenschaft bezahlen muss.

Literaturverzeichnis

- van Aaken, Anne*: „Rational Choice“ in der Rechtswissenschaft: zum Stellenwert der ökonomischen Theorie im Recht, Baden-Baden 2003.
- van Aaken, Anne*: Begrenzte Rationalität und Paternalismusgefahr: Das Prinzip des schonendsten Paternalismus, in: Anderheiden, Michael/Bürkli, Peter/Heinig, Hans Michael/Kirste, Stephan/Seelmann, Kurt (Hrsg.), Paternalismus und Recht, Tübingen 2006, S. 110–144.
- van Aaken, Anne*: Recht und Realanalyse: welches Modell menschlichen Verhaltens braucht die Rechtswissenschaft?, in: Führ, Martin/Bizer, Kilian/Feindt, Peter H. (Hrsg.), Menschenbilder und Verhaltensmodelle in der wissenschaftlichen Politikberatung: Möglichkeiten und Grenzen interdisziplinärer Verständigung, Baden-Baden 2007, S. 70–95.
- van Aaken, Anne*: Funktionale Rechtswissenschaftstheorie für die gesamte Rechtswissenschaft: Eine Skizze, in: Jestaedt, Matthias/Lepsius, Oliver (Hrsg.), Rechtswissenschaftstheorie, Tübingen 2008, S. 79–104.
- Abadie, Alberto/Gay, Sebastien*: The Impact of Presumed Consent Legislation on Cadaveric Organ Donation: A Cross-Country Study, *Journal of Health Economics* 25 (2006), 599–620.
- Ackermann, Thomas*: Buchbesprechung von Mestmäcker, A Legal Theory without Law: Posner v. Hayek on Economic Analysis of Law, Tübingen 2007, *Juristenzeitung* 2008, 139–140.
- Adams, Michael*: Irrtümer und Offenbarungspflichten im Vertragsrecht, *Archiv für die civilistische Praxis* 186 (1986), 453–489.
- Adams, Michael*: Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Missbrauch, *Aktiengesellschaft* 1989, 333–338.
- Adams, Michael*: Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, *Aktiengesellschaft* 1990, 63–78.
- Adams, Michael*: Was spricht gegen eine ungehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer?, *Aktiengesellschaft* 1990, 243–252.
- Adams, Michael*: Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“, *Aktiengesellschaft* 1994, 148–158.
- Adler, Barry E.*: The Questionable Ascent of Hadley v. Braxendale, 51 *Stanford Law Review* 1547–1589 (1999).
- Adler, Matthew D.*: Bounded Rationality and Legal Scholarship, 2008, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=1095874>.
- Ady, Johannes/Paetz, Erich*: Die Umsetzung der Verbraucherkreditrichtlinie in deutsches Recht und besondere verbraucherpolitische Aspekte, *Wertpapiermitteilungen* 2009, 1061–1070.

- Agarwal, Sumit/Driscoll, John C./Gabaix, Xavier/Laibson, David*: The Age of Reason: Financial Decisions Over the Lifecycle, 2008, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=973790> (zitiert als *Agarwal u.a.*, Age of Reason).
- Agarwal, Sumit/Driscoll, John C./Gabaix, Xavier/Laibson, David I.*: Learning in the Credit Card Market, 2008, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=1093660> (zitiert als *Agarwal u.a.*, Learning).
- Aghion, Philippe/Bolton, Patrick*: Contracts as a Barrier to Entry, *American Economic Review* 77 (1987), 388–401.
- Aghion, Philippe/Hermalin, Benjamin*: Legal Restrictions on Private Contracts Can Enhance Efficiency, *Journal of Law, Economics, and Organization* 6 (1990), 381–409.
- Aghion, Philippe/Tirole, Jean*: Formal and Real Authority in Organizations, *Journal of Political Economy* 105 (1997), 1–29.
- Akerlof, George A.*: The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84 (1970), 488–500.
- Akerlof, George A./Yellen, Janet L.*: Can Small Deviations from Rationality Make Significant Differences to Economic Equilibria?, *American Economic Review* 75 (1985), 708–720.
- Akerlof, George A./Yellen, Janet L.*: A Near-Rational Model of the Business Cycle, With Wage and Price Inertia, *Quarterly Journal of Economics* 100 (1985), 823–838.
- Allais, M.*: Le Comportement de l'Homme Rationnel Devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Américaine, *Econometrica* 21 (1953), 503–546.
- Anand, Anita Indira*: An Analysis of Enabling vs. Mandatory Corporate Governance: Structures Post-Sarbanes-Oxley, 31 *Delaware Journal of Corporate Law* 229–252 (2006).
- Andersen, Steffen/Harrison, Glenn W./Lau, Morten I./Rutström, E. Elisabet*: Eliciting Risk and Time Preferences, *Econometrica* 76 (2008), 583–618.
- Andreae, Martin*: Die aktuelle Rechtsprechung zum Gebrauchtwagenkauf, *Neue Juristische Wochenschrift* 2007, 3457–3463.
- Angeletos, George-Marios/Laibson, David/Repetto, Andrea/Tobacman, Jeremy/Weinberg, Stephen*: The Hyperbolic Consumption Model: Calibration, Simulation, and Empirical Evaluation, *Journal of Economic Perspectives* 15 (3) (2001), 47–68.
- Apfelbacher, Gabriele/Metzner, Manuel*: Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis: Eine erste Bestandsaufnahme, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2006, 81–90.
- Appel, Ivo*: Das Verwaltungsrecht zwischen klassischem dogmatischen Verständnis und steuerungswissenschaftlichem Anspruch, in: Pieroth, Bodo (Hrsg.), *Die Leistungsfähigkeit der Wissenschaft des Öffentlichen Rechts: Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer*, Band 67, Berlin 2008, S. 226–285.
- Arbeitskreis Unternehmerische Mitbestimmung*: Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2009, 885–899.
- Arlen, Jennifer/Spitzer, Matthew/Talley, Eric*: Endowment Effects Within Corporate Agency Relationships, 31 *Journal of Legal Studies* 1–37 (2002).
- Arlen, Jennifer/Talley, Eric*: Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice, 152 *University of Pennsylvania Law Review* 577–666 (2003).
- Arlen, Jennifer/Talley, Eric*: Introduction, in: Arlen, Jennifer/Talley, Eric (Hrsg.), *Experimental Law and Economics*, Cheltenham 2008, S. xv–lxi.

- Armor, David A./Taylor, Shelley E.*: When Predictions Fail: The Dilemma of Unrealistic Optimism, in: Gilovich, Thomas/Griffin, Dale/Kahneman, Daniel (Hrsg.), *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge 2002, S. 334–347.
- Armour, John/Skeel, David A.*: Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation, 95 *Georgetown Law Journal* 1727–1794 (2007).
- Armstrong, Mark*: Interaction Between Competition and Consumer Policy, 2008, erhältlich unter <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/7258>.
- Arnold, Arnd*: Die Steuerung des Vorstandshandelns: Eine rechtsökonomische Untersuchung der Principal-Agent-Problematik in Publikumskapitalgesellschaften, München 2007.
- Arnold, Arnd/Dötsch, Wolfgang*: Verschärfte Verbraucherhaftung beim Widerruf?, *Neue Juristische Wochenschrift* 2003, 187–189.
- Assmann, Heinz-Dieter*: Wirtschaftsrecht in der Mixed Economy: Auf der Suche nach einem Sozialmodell für das Wirtschaftsrecht, Königstein 1980.
- Assmann, Heinz-Dieter*: Die Regelung der Primärmärkte für Kapitalanlagen mittels Publizität im Recht der Europäischen Gemeinschaft, *Aktiengesellschaft* 1993, 549–563.
- Assmann, Heinz-Dieter*: Die Transformationsprobleme des Privatrechts und die Ökonomische Analyse des Rechts: Chancen und Grenzen der privatrechtlichen Verwertbarkeit der Ökonomischen Analyse des Rechts, in: Assmann, Heinz-Dieter/Kirchner, Christian/Schanze, Erich (Hrsg.), *Ökonomische Analyse des Rechts*, Tübingen 1993, S. 17–61.
- Assmann, Heinz-Dieter*: Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, *Österreichisches Bank-Archiv* 2007, 40–55.
- Assmann, Heinz-Dieter/Bozenhardt, Friedrich*: Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, in: Assmann, Heinz-Dieter/Basaldua, Nathalie/Bozenhardt, Friedrich/Peltzer, Martin (Hrsg.), *Übernahmeangebote*, Bonn 1990, S. 1–156.
- Assmann, Heinz-Dieter/Pötzsch, Thorsten/Schneider, Uwe H.* (Hrsg.): *Wertpapier- und Übernahmegesetz: Kommentar*, Köln 2005.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H.* (Hrsg.): *Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar*, 5. Auflage, Köln 2009.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A.* (Hrsg.): *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 3. Auflage, München 2007.
- Avraham, Ronen/Liu, Zhiyong*: Incomplete Contracts with Asymmetric Information: Exclusive Versus Optional Remedies, *American Law and Economics Review* 8 (2006), 523–561.
- Ayres, Ian*: The Possibility of Inefficient Corporate Contracts, 60 *University of Cincinnati Law Review* 387–404 (1991).
- Ayres, Ian*: Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel, 59 *University of Chicago Law Review* 1391–1420 (1992).
- Ayres, Ian*: Pushing the Envelope: Antitrust Implications of the Envelope Theorem, 17 *Mississippi College Law Review* 21–25 (1996).
- Ayres, Ian*: Valuing Modern Contract Scholarship, 112 *Yale Law Journal* 881–901 (2003).
- Ayres, Ian*: *Optional Law: The Structure of Legal Entitlements*, Chicago 2005.
- Ayres, Ian*: *Menus Matter*, 73 *University of Chicago Law Review* 3–15 (2006).

- Ayres, Ian*: Ya-Huh: There Are and Should Be Penalty Defaults, 33 Florida State University Law Review 589–617 (2006).
- Ayres, Ian/Gertner, Robert*: Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules, 99 Yale Law Journal 87–130 (1989).
- Ayres, Ian/Gertner, Robert*: Strategic Contractual Inefficiency and the Optimal Choice of Legal Rules, 101 Yale Law Journal 729–773 (1992).
- Ayres, Ian/Gertner, Robert*: Majoritarian vs. Minoritarian Defaults, 51 Stanford Law Review 1591–1613 (1999).
- Bachmann, Gregor*: Privatrecht als Organisationrecht: Grundlinien einer Theorie privater Rechtssetzung, in: Witt, Carl-Heinz/Casper, Matthias/Bednarz, Liane u.a. (Hrsg.), Die Privatisierung des Privatrechts: rechtliche Gestaltung ohne staatlichen Zwang, Stuttgart 2003, S. 9–29.
- Bachmann, Gregor*: Private Ordnung: Grundlagen ziviler Regelsetzung, Tübingen 2006.
- Bachmann, Gregor*: Der Verwaltungsrat der monistischen SE, Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2008, 779–808.
- Bachmann, Gregor*: Optionsmodelle im Privatrecht, Juristenzeitung 2008, 11–20.
- Badura, Peter*: Grundrechte als Ordnung für Staat und Gesellschaft, in: Merten, Detlef/Papier, Hans-Jürgen (Hrsg.), Handbuch der Grundrechte in Deutschland und Europa, Band I: Entwicklungen und Grundlagen, Heidelberg 2004, S. 783–806.
- Bainbridge, Stephen M.*: Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis, 68 University of Cincinnati Law Review 1023–1060 (2000).
- Bainbridge, Stephen M.*: The Board of Directors as Nexus of Contracts, 88 Iowa Law Review 1–34 (2002).
- Bainbridge, Stephen M.*: Corporation Law and Economics, New York 2002.
- Bainbridge, Stephen M.*: Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance, 55 Vanderbilt Law Review 1–55 (2002).
- Bainbridge, Stephen M.*: Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections, 55 Stanford Law Review 791–818 (2003).
- Bainbridge, Stephen M.*: Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 Northwestern University Law Review 547–606 (2003).
- Bainbridge, Stephen M.*: Precommitment Strategies in Corporate Law: The Case of Dead Hand and No Hand Pills, 29 Journal of Corporation Law 1–37 (2003).
- Bainbridge, Stephen M.*: Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers, 31 Delaware Journal of Corporate Law 769–863 (2006).
- Baird, Douglas G./Gertner, Robert H./Picker, Randal C.*: Game Theory and the Law, Cambridge 1994.
- Baird, Douglas G./Morrison, Edward R.*: Bankruptcy Decision Making, Journal of Law, Economics, and Organization 17 (2001), 356–372.
- Baird, Douglas G./Weisberg, Robert*: Rules, Standards, and the Battle of the Forms: A Reassessment of § 2–207, 68 Virginia Law Review 1217–1262 (1982).
- Bajtelsmit, Vickie L./Bernasek, Alexandra/Jianakoplos, Nancy A.*: Gender Differences in Defined Contribution Pension Decisions, Financial Services Review 8 (1999), 1–10.
- Bak, Jacek*: Aktienrecht zwischen Markt und Staat: Eine ökonomische Kritik des Prinzips der Satzungsstrenge, Wiesbaden 2003.
- Baker, Lynn A./Emery, Robert E.*: When Every Relationship Is Above Average: Perceptions and Expectations of Divorce at the Time of Marriage, Law and Human Behavior 17 (1993), 439–450.

- Ball, Sheryl B./Cech, Paul-Ann*: Subject Pool Choice and Treatment Effects in Economic Laboratory Research, *Research in Experimental Economics* 6 (1996), 239–292.
- Balzer, Peter*: Umsetzung der MiFID: Ein neuer Rechtsrahmen für die Anlageberatung, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2007, 333–345.
- Bamberger, Heinz Georg/Roth, Herbert* (Hrsg.): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 1, §§ 1–610, 2. Aufl., München 2007, Band 2, §§ 611–1296, 2. Aufl., München 2008.
- Bandura, Albert*: *Social Learning Theory*, Upper Saddle River 1977.
- Bar-Gill, Oren*: Seduction by Plastic, 98 *Northwestern University Law Review* 1373–1434 (2004).
- Bar-Gill, Oren*: Pricing Legal Options: A Behavioral Perspective, *Review of Law and Economics* 1 (2005), 203–240.
- Bar-Gill, Oren*: Bundling and Consumer Misperception, 73 *University of Chicago Law Review* 33–61 (2006).
- Bar-Gill, Oren*: Informing Consumers About Themselves, 2007, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=1056381>.
- Bar-Gill, Oren*: The Behavioral Economics of Consumer Contracts, 92 *Minnesota Law Review* 749–802 (2008).
- Bar-Gill, Oren*: The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts, 94 *Cornell Law Review* 1073–1151 (2009).
- Bar-Gill, Oren/Fershtman, Chaim*: Law and Preferences, *Journal of Law, Economics, and Organization* 20 (2004), 331–352.
- Bar-Gill, Oren/Fershtman, Chaim*: Public Policy with Endogenous Preferences, *Journal of Public Economic Theory* 7 (2005), 841–857.
- Bar-Gill, Oren/Warren, Elizabeth*: Making Credit Safer, 157 *University of Pennsylvania Law Review* 1–101 (2008).
- Bar-Hillel, Maya/Neter, Efrat*: Why Are People Reluctant to Exchange Lottery Tickets?, *Journal of Personality and Social Psychology* 70 (1996), 17–27.
- Barber, Brad M./Odean, Terrance*: Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *Journal of Finance* 60 (2000), 773–806.
- Bartelt, Johann Christian*: Beschränkung des Schadensersatzumfangs durch das Übermaßverbot? Eine Untersuchung der Vereinbarkeit des Grundsatzes der Totalreparation (§ 249 I BGB) mit dem verfassungsrechtlichen Verhältnismäßigkeitsprinzip, Berlin 2004.
- Basedow, Jürgen*: Ein optionales Europäisches Vertragsgesetz: opt-in, opt-out, wozu überhaupt?, *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* 2004, 1–4.
- Bauer, Jobst-Hubertus/Arnold, Christian*: Abfindungs-Caps in Vorstandsverträgen: gute Corporate Governance?, *Betriebsberater* 2007, 1793–13796.
- Baums, Theodor/Thoma, Georg F.* (Hrsg.): *WpÜG: Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Loseblatt-Sammlung, Köln, Stand: 2. Ergänzungslieferung, Mai 2007.
- Bayer, Walter*: Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2002, 588–622.
- Bayreuther, Frank*: Gesetzlicher Mindestlohn und sittenwidrige Arbeitsbedingungen, *Neue Juristische Wochenschrift* 2007, 2022–2025.

- Baysinger, Barry D./Butler, Henry N.*: Antitakeover Amendments, Managerial Entrenchment, and the Contractual Theory of the Corporation, 71 *Virginia Law Review* 1257–1303 (1985).
- Beale, Hugh*: Inequality of Bargaining Power, 6 *Oxford Journal of Legal Studies* 123–136 (1986).
- Beales, Howard/Craswell, Richard/Salop, Steven C.*: The Efficient Regulation of Consumer Information, *Journal of Law and Economics* 24 (1981), 491–539.
- Bebchuk, Lucian A.*: The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension, 35 *Stanford Law Review* 23–50 (1982).
- Bebchuk, Lucian A.*: Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, 98 *Harvard Law Review* 1695–1808 (1985).
- Bebchuk, Lucian A.*: The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law, 89 *Columbia Law Review* 1395–1415 (1989).
- Bebchuk, Lucian A.*: Property Rights and Liability Rules: The Ex Ante View of the Cathedral, 100 *Michigan Law Review* 601–639 (2001).
- Bebchuk, Lucian A.*: The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 *University of Chicago Law Review* 973–1035 (2002).
- Bebchuk, Lucian A./Ferrell, Allen*: Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers, 99 *Columbia Law Review* 1168–1199 (1999).
- Bebchuk, Lucian A./Ferrell, Allen*: Federal Intervention to Enhance Shareholder Choice, 87 *Virginia Law Review* 993–1006 (2001).
- Bebchuk, Lucian A./Ferrell, Allen*: A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, 87 *Virginia Law Review* 111–164 (2001).
- Bebchuk, Lucian A./Ferrell, Allen*: On Takeover Law and Regulatory Competition, 57 *Business Lawyer* 1047–1068 (2002).
- Bebchuk, Lucian A./Hamdani, Assaf*: Optimal Defaults for Corporate Law Evolution, 96 *Northwestern University Law Review* 489–519 (2002).
- Bebchuk, Lucian A./Posner, Richard A.*: One-Sided Contracts in Competitive Consumer Markets, 104 *Michigan Law Review* 827–835 (2006).
- Bebchuk, Lucian A./Shavell, Steven*: Information and the Scope of Liability for Breach of Contract: The Rule of *Hadley v. Baxendale*, *Journal of Law, Economics, and Organization* 7 (1991), 284–312.
- Bebchuk, Lucian A./Stole, Lars A.*: Do Short-Term Objectives Lead to Under- or Overinvestment in Long-Term Projects?, *Journal of Finance* 48 (1993), 719–729.
- Bebchuk, Lucian A./Zingales, Luigi*: Ownership Structures and the Decision to Go Public: Private versus Social Optimality, in: Morck, Randall K. (Hrsg.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago 2001, S. 55–75.
- Becht, Marco*: Reciprocity in Takeovers, in: Ferrarini, Guido/Hopt, Klaus J./Winter, Jaap/Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, S. 647–675.
- Becht, Marco/Böhmer, Ekkehart*: Ownership and Voting Power in Germany, in: Barca, Fabrizio/Becht, Marco (Hrsg.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford 2001, S. 128–153.
- Becht, Marco/Bolton, Patrick/Röell, Ailsa*: Corporate Law and Governance, in: Polinsky, A. Mitchell/Shavell, Steven (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics: Band 2*, Amsterdam 2007, S. 829–943.

- Bechtold, Stefan*: Vom Urheber- zum Informationsrecht: Implikationen des Digital Rights Management, München 2002 (zitiert als *Bechtold*, Vom Urheber- zum Informationsrecht).
- Bechtold, Stefan*: Die Kontrolle von Sekundärmärkten: eine juristische und ökonomische Untersuchung im Kartell- und Immaterialgüterrecht, Baden-Baden 2007 (zitiert als *Bechtold*, Kontrolle von Sekundärmärkten).
- Bechtold, Stefan*: Zur rechtsökonomischen Analyse im Immaterialgüterrecht, Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht: Internationaler Teil 2008, 484–488.
- Bechtold, Stefan/Höffler, Felix*: An Economic Analysis of Trade-secret Protection in Buyer-Seller Relationships, 2009, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=1028478>, erscheint im Journal of Law, Economics, and Organization.
- Becker, Florian*: Ökonomisierung und Globalisierung des Europäischen Umweltrechts: Die Richtlinie zum Handel mit Emissionszertifikaten, Europarecht 2004, 857–878.
- Becker, Gary S.*: Irrational Behavior and Economic Theory, Journal of Political Economy 70 (1962), 1–13.
- Becker, Gary S.*: Accounting for Tastes, Cambridge 1996.
- Becker, Gordon M./DeGroot, Morris H./Marschak, Jacob*: Measuring Utility By a Single-Response Sequential Method, Behavioral Science 9 (1964), 226–232.
- Beggs, Alan/Klemperer, Paul*: Multi-Period Competition with Switching Costs, Econometrica 60 (1992), 651–666.
- Behrens, Peter*: Die ökonomischen Grundlagen des Rechts: Politische Ökonomie als rationale Jurisprudenz, Tübingen 1986.
- Beier, Constantin H.*: Der Regelungsauftrag als Gesetzgebungsinstrument im Gesellschaftsrecht, Köln 2000.
- Belan, Pascal/Gauthier, Stéphane/Laroque, Guy*: Optimal Grouping of Commodities for Indirect Taxation, Journal of Public Economics 92 (2008), 1738–1750.
- Bellman, Steven/Johnson, Eric J./Lohse, Gerald L.*: To Opt-In or Opt-Out? It Depends on the Question, Communications of the ACM 44 (2) (2001), 25–27.
- Ben-Shahar, Omri*: An Ex-Ante View of the Battle of the Forms: Inducing Parties to Draft Reasonable Terms, International Review of Law and Economics 25 (2005), 350–370.
- Ben-Shahar, Omri*: Review of Ian Ayres, Optional Law: The Structure of Legal Entitlements, Chicago 2005, Journal of Economic Literature 44 (2006), 444–449.
- Ben-Shahar, Omri*: How to Repair Unconscionable Contracts, 2008, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=1082926>.
- Ben-Shahar, Omri*: A Bargaining Power Theory of Default Rules, 109 Columbia Law Review 396–430 (2009).
- Ben-Shahar, Omri/Bernstein, Lisa*: The Secrecy Interest in Contract Law, 109 Yale Law Journal 1885–1925 (2000).
- Ben-Shahar, Omri/Pottow, John A. E.*: On the Stickiness of Default Rules, 33 Florida State University Law Review 651–682 (2006).
- Benartzi, Shlomo/Thaler, Richard H.*: Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior, Journal of Economic Perspectives 21 (3) (2007), 81–104.
- Benda, Ernst/Klein, Eckart*: Verfassungsprozeßrecht: Ein Lehr- und Handbuch, 2. Auflage, Heidelberg 2001.
- Benesch, Christine/Frey, Bruno S./Stutzer, Alois*: TV Channels, Self Control and Happiness, 2006, erhältlich unter <http://www.iew.unizh.ch/chairs/frey/team/benesch/iewwp301.pdf>.

- Benkler, Yochai*: Coase's Penguin, or, Linux and the Nature of the Firm, 112 *Yale Law Journal* 369–446 (2002).
- Bergh, Roger van den*: Wer schützt die europäischen Verbraucher vor dem Brüsseler Verbraucherschutz? Zu den möglichen adversen Effekten der europäischen Richtlinien zum Schutzes des Verbrauchers, in: Ott, Claus/Schäfer, Hans-Bernd (Hrsg.), *Effiziente Verhaltenssteuerung und Kooperation im Zivilrecht: Beiträge zum V. Trave-münder Symposium zur ökonomischen Analyse des Rechts* (27.-30. März 1996), Tübingen 1997, S. 77–102.
- Bergström, Clas/Högfeldt, Peter/Macey, Jonathan R./Samuelson, Per*: The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform, 1995 *Columbia Business Law Review* 495–515.
- Berle, Adolf A./Means, Gardiner C.*: *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1968, erstmalig 1932 erschienen.
- Bernheim, Douglas B.*: On the Potential of Neuroeconomics: A Critical (But Hopeful) Appraisal, 2008, erhältlich unter <http://www.nber.org/papers/w13954>, erscheint im *American Economic Journal: Microeconomics*.
- Bernheim, Douglas B./Rangel, Antonio*: Behavioral Public Economics: Welfare and Policy Analysis with Non-Standard Decision Makers, in: Diamond, Peter/Vartiainen, Hannu (Hrsg.), *Behavioral Economics and Its Applications*, Princeton 2007, S. 7–77.
- Bernheim, Douglas B./Rangel, Antonio*: Beyond Revealed Preference: Choice Theoretic Foundations for Behavioral Welfare Economics, 2007, erhältlich unter <http://www.nber.org/papers/w13737>, erscheint im *Quarterly Journal of Economics*.
- Bernheim, Douglas B./Rangel, Antonio*: Toward Choice-Theoretic Foundations for Behavioral Welfare Economics, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 97 (2007), 464–470.
- Bernstein, Lisa*: Social Norms and Default Rules Analysis, 3 *Southern California Interdisciplinary Law Journal* 59–90 (1993).
- Bertrand, Marianne/Mullainathan, Sendhil*: Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences, *Journal of Political Economy* 111 (2003), 1043–1075.
- Beshears, John/Choi, James J./Laibson, David/Madrian, Brigitte C.*: How Are Preferences Revealed?, *Journal of Public Economics* 92 (2008), 1787–1794.
- Bettman, James R./Luce, Mary Frances/Payne, John W.*: Constructive Consumer Choice Processes, *Journal of Consumer Research* 25 (1998), 187–217.
- Bhagat, Sanjai/Romano, Roberta*: Empirical Studies of Corporate Law, in: Polinsky, A. Mitchell/Shavell, Steven (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics: Band 2*, Amsterdam 2007, S. 945–1012.
- Bieder, Marcus*: *Das ungeschriebene Verhältnismäßigkeitsprinzip als Schranke privater Rechtsausübung*, München 2007.
- Binder, Jens-Hinrich/Boroichhausen, Thomas N.*: Entwicklungslinien und Perspektiven des Europäischen Kapitalmarktrechts, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2006, 85–97.
- Bitter, Melanie*: *Spieltheorie und öffentliche Verwaltung*, Baden-Baden 2004.
- Bittlingmayer, George*: The Market for Corporate Control (Including Takeovers), in: Bouckaert, Boudewijn/De Geest, Gerrit (Hrsg.), *Encyclopaedia of Law and Economics: Band 3*, Cheltenham 2000, S. 725–771.
- Black, Bernhard S.*: Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis, 84 *Northwestern University Law Review* 542–597 (1990).

- Black, Bernhard S.*: Shareholder Passivity Reexamined, 89 Michigan Law Review 520–608 (1990).
- Black, Fischer/Scholes, Myron*: The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy 81 (1973), 637–654.
- Blair, Margaret M./Stout, Lynn A.*: Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board, 79 Washington University Law Quarterly 403–447 (2001).
- Blair, Margaret M./Stout, Lynn A.*: Specific Investment and Corporate Law, European Business Organization Law Review 2006, 473–500.
- Bleichrodt, Han/Rohde, Kirsten/Wakker, Peter*: Non-Hyperbolic Time Inconsistency, Games and Economic Behavior 66 (2009), 27–38.
- Block-Lieb, Susan/Janger, Edward J.*: The Myth of the Rational Borrower: Rationality, Behavioralism, and the Misguided „Reform“ of Bankruptcy Law, 84 Texas Law Review 1483–1565 (2006).
- Blumenthal, Jeremy A.*: Law and Social Science in the Twenty-First Century, 12 Southern California Interdisciplinary Law Journal 1–53 (2002).
- Boesche, Katharina Vera*: Anfechtung ohne Recht zur Reue?, in: Stathopoulos, Michalis/Beys, Kostas/Doris, Philippos/Karakostas, Ioannis (Hrsg.), Festschrift für Apostolos Georgiades, München 2006, S. 3–41.
- Böhm, Franz*: Privatrechtsgesellschaft und Marktwirtschaft, ORDO 17 (1966), 75–151.
- Böhm, Franz*: Freiheit und Ordnung in der Marktwirtschaft, in: Mestmäcker, Ernst-Joachim (Hrsg.), Freiheit und Ordnung in der Marktwirtschaft, Baden-Baden 1980, S. 195–209.
- Böhm, Monika*: Der Normmensch: Materielle und prozedurale Aspekte des Schutzes der menschlichen Gesundheit vor Umweltschadstoffen, Tübingen 1996.
- Böhm, Ulrike*: Amerikanisches Zivilprozessrecht, Köln 2005.
- Bohnet, Iris/Cooter, Robert D.*: Expressive Law: Framing or Equilibrium Selection, 2003, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=452420>.
- Bolton, Gary E./Ockenfels, Axel*: ERC: A Theory of Equity, Reciprocity, and Competition, American Economic Review 90 (2000), 166–193.
- Bolton, Patrick/Dewatripont, Mathias*: Contract Theory, Cambridge 2005.
- von Bonin, Gregor*: Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder-Interessen, Baden-Baden 2004.
- Borges, Georg*: Das Widerrufsrecht in der Internet-Auktion, Der Betrieb 2005, 319–327.
- Borges, Georg/Irlenbusch, Bernd*: Fairness Crowded Out by Law: An Experimental Study on Withdrawal Rights, Journal of Institutional and Theoretical Economics 163 (2007), 84–101.
- Bork, Reinhard*: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Gesetzbuchs, 2. Auflage, Tübingen 2006.
- Bortz, Jürgen*: Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler, 6. Auflage, Heidelberg 2005.
- Boujong, Karlheinz/Ebenroth, Thomas/Joost, Detlev/Strohn, Lutz* (Hrsg.): Handelsgesetzbuch: Kommentar, Band 1, 2. Auflage, München 2008.
- Bowles, Samuel*: Endogenous Preferences: The Cultural Consequences of Markets and Other Economic Institutions, Journal of Economic Literature 36 (1998), 75–111.
- Bracha, Oren*: Standing Copyright Law on Its Head? The Googlization of Everything and the Many Faces of Property, 85 Texas Law Review 1799–1869 (2007).
- Brandstätter, Eduard/Gigerenzer, Gerd/Hertwig, Ralph*: The Priority Heuristic: Making Choices Without Trade-Offs, Psychological Review 113 (2006), 409–432.

- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin*: Principles of Corporate Finance, 8. Auflage, New York 2006.
- Breidenbach, Stephan*: Die Voraussetzungen von Informationspflichten beim Vertragsschluss, München 1989.
- Brömmelmeyer, Christoph*: E-Mail-Werbung nach der UWG-Reform, Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht 2006, 285–292.
- Brown, Charles*: Minimum Wages, Employment, and the Distribution of Income, in: Ashenfelter, Orley C./Card, David (Hrsg.), Handbook of Labor Economics: Band 3B, Amsterdam 1999, S. 2101–2163.
- Brox, Hans/Walker, Wolf-Dietrich*: Allgemeiner Teil des BGB, 32. Auflage, Köln 2008.
- Brunner, Karl/Meckling, William H.*: The Perception of Man and the Conception of Government, Journal of Money, Credit and Banking 9 (1977), 70–85.
- Bruns, Alexander*: Die Vertragsfreiheit und ihre Grenzen in Europa und den USA: Movement from Contract to Status?, Juristenzeitung 2007, 385–394.
- Bülow, Oskar*: Dispositives Zivilprozeßrecht und die verbindliche Kraft der Rechtsordnung, Archiv für die civilistische Praxis 64 (1881), 1–109.
- Bürgers, Tobias/Körber, Torsten* (Hrsg.): Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz, Heidelberg 2008.
- Bulow, Jeremy/Klemperer, Paul*: Auctions Versus Negotiations, American Economic Review 86 (1996), 180–194.
- Bumke, Christian*: Relative Rechtswidrigkeit, Tübingen 2004.
- Bungeroth, Erhard*: Schutz vor dem Verbraucherschutz? Merkwürdigkeiten im Verbraucherkreditgesetz, in: Horn, Norbert/Lwowski, Hans-Jürgen/Nobbe, Gerd (Hrsg.), Bankrecht – Schwerpunkte und Perspektiven: Festschrift für Herbert Schimansky, Köln 1999, S. 279–297.
- Burk, Dan L.*: Intellectual Property and the Firm, 71 University of Chicago Law Review 3–20 (2004).
- Burnham, Terence/McCabe, Kevin/Smith, Vernon L.*: Friend-or-foe Intentionality Priming in an Extensive Form Trust Game, Journal of Economic Behavior and Organization 43 (2000), 57–73.
- Buxbaum, Richard M.*: Die Leitung von Gesellschaften: Strukturelle Reformen im amerikanischen und deutschen Gesellschaftsrecht, in: Feddersen, Dieter/Hommelhoff, Peter/Schneider, Uwe H. (Hrsg.), Corporate Governance: Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht, Köln 1996, S. 65–93.
- Buxbaum, Richard M.*: Die feindliche Übernahme der anderen Art, in: Schneider, Uwe H./Hommelhoff, Peter/Schmidt, Karsten u.a. (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag: Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Köln 2000, S. 1295–1315.
- Bydlinski, Franz*: Privatautonomie und objektive Grundlagen des verpflichtenden Rechtsgeschäfts, Wien 1967.
- Bydlinski, Franz*: Die Suche nach der Mitte als Daueraufgabe der Privatrechtswissenschaft, Archiv für die civilistische Praxis 204 (2004), 309–395.
- Bydlinski, Franz/Krejci, Heinz/Schilcher, Bernd/Steininger, Viktor* (Hrsg.): Das Bewegliche System im geltenden und künftigen Recht, Wien 1986.
- Cadsby, C. Bram/Maynes, Elizabeth*: Corporate Takeovers in the Laboratory when Shareholders Own More than One Share, Journal of Business 71 (1998), 537–572.

- Calabresi, Guido/Melamed, A. Douglas*: Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral. 85 *Harvard Law Review* 1089–1128 (1972).
- Calliess, Gralf-Peter*: Nach der Schuldrechtsreform: Perspektiven des deutschen, europäischen und internationalen Verbrauchervertragsrechts, *Archiv für die civilistische Praxis* 203 (2003), 575–602.
- Camerer, Colin F.*: Do Biases in Probability Judgment Matter in Markets? *Experimental Evidence*, *American Economic Review* 77 (1987), 981–997.
- Camerer, Colin F.*: *Behavioral Game Theory: Experiments in Strategic Interaction*, New York 2003.
- Camerer, Colin F.*: Behavioural Studies of Strategic Thinking in Games, *Trends in Cognitive Sciences* 7 (2003), 225–231.
- Camerer, Colin F.*: Behavioral Economics, in: Blundell, Richard/Newey, Whitney K./Persson, Torsten (Hrsg.), *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications*, Ninth World Congress, Band 2, Cambridge 2006, S. 181–213.
- Camerer, Colin F.*: Neuroeconomics: Using Neuroscience to Make Economic Predictions, *Economic Journal* 117 (2007), C26–C42.
- Camerer, Colin F./Fehr, Ernst*: When Does „Economic Man“ Dominate Social Behavior?, *Science* 311 (2006), 47–52.
- Camerer, Colin F./Ho, Teck-Hua/Chong, Juin-Kuan*: A Cognitive Hierarchy Model of Games, *Quarterly Journal of Economics* 119 (2004), 861–898.
- Camerer, Colin F./Issacharoff, Samuel/Loewenstein, George/O'Donoghue, Ted/Rabin, Matthew*: Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for „Asymmetric Paternalism“, 151 *University of Pennsylvania Law Review* 1211–1254 (2003).
- Camerer, Colin F./Malmendier, Ulrike*: Behavioral Economics of Organizations, in: Diamond, Peter/Vartiainen, Hannu (Hrsg.), *Behavioral Economics and Its Applications*, Princeton 2007, S. 234–281.
- Camerer, Colin F./Talley, Eric*: Experimental Law and Economics, in: Polinsky, A. Mitchell/Shavell, Steven (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, Band 2, Amsterdam 2007, S. 1619–1650.
- Canaris, Claus-Wilhelm*: *Systemdenken und Systembegriff in der Jurisprudenz entwickelt am Beispiel des deutschen Privatrechts*, 2. Auflage, Berlin 1983 (zitiert als *Canaris, Systemdenken*).
- Canaris, Claus-Wilhelm*: Grundrechte und Privatrecht, *Archiv für die civilistische Praxis* 184 (1984), 201–246.
- Canaris, Claus-Wilhelm*: Anmerkung zu BGH, Urteil vom 20. 12. 1984, Az. VII ZR 388/83, *Neue Juristische Wochenschrift* 1985, 2403–2405.
- Canaris, Claus-Wilhelm*: Verstöße gegen das verfassungsrechtliche Übermaßverbot im Recht der Geschäftsfähigkeit und im Schadensersatzrecht, *Juristenzeitung* 1987, 993–1004.
- Canaris, Claus-Wilhelm*: Grundrechtswirkungen und Verhältnismäßigkeitsprinzip in der richterlichen Anwendung und Fortbildung des Privatrechts, *Juristische Schulung* 1989, 161–172.
- Canaris, Claus-Wilhelm*: Verfassungs- und europarechtliche Aspekte der Vertragsfreiheit in der Privatrechtsgesellschaft, in: Badura, Peter/Scholz, Peter (Hrsg.), *Wege und Verfahren des Verfassungslebens: Festschrift für Peter Lerche zum 65. Geburtstag*, München 1993, S. 873–891.

- Canaris, Claus-Wilhelm*: Grundrechte und Privatrecht: eine Zwischenbilanz, Berlin 1999 (zitiert als *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht).
- Canaris, Claus-Wilhelm*: Wandlungen des Schuldvertragsrechts: Tendenzen zu seiner „Materialisierung“, *Archiv für die civilistische Praxis* 200 (2000), 273–364.
- Canaris, Claus-Wilhelm*: Drittwirkung der gemeinschaftsrechtlichen Grundfreiheiten, in: Bauer, Hartmut/Czybulka, Detlef/Kahl, Wolfgang/Voßkuhle, Andreas (Hrsg.), *Umwelt, Wirtschaft und Recht: Wissenschaftliches Symposium aus Anlaß des 65. Geburtstages von Reiner Schmidt*, Tübingen 2002, S. 30–67.
- Caplin, Andrew/Schotter, Andrew* (Hrsg.): *The Foundations of Positive and Normative Economics: A Handbook*, Oxford 2008.
- Carroll, Gabriel D./Choi, James J./Laibson, David/Madrian, Brigitte C./Metrick, Andrew*: Optimal Defaults and Active Decisions, 2007, erhältlich unter <http://www.som.yale.edu/faculty/jjc83/AD.pdf>, erscheint im *Quarterly Journal of Economics*.
- Caspari, Karl-Burkhard*: Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2005, 98–103.
- Casper, Matthias*: *Der Optionsvertrag*, Tübingen 2005.
- Chapman, Gretchen B./Johnson, Eric J.*: Incorporating the Irrelevant: Anchors in Judgments of Belief and Value, in: Kahneman, Daniel/Slovic, Paul/Tversky, Amos (Hrsg.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge 2002, S. 120–138.
- Charness, Gary/Rabin, Matthew*: Understanding Social Preferences with Simple Tests, *Quarterly Journal of Economics* 117 (2002), 817–869.
- Chiappe, Dan/MacDonald, Kevin*: The Evolution of Domain-General Mechanisms in Intelligence and Learning, *Journal of General Psychology* 132 (2005), 5–40.
- Choi, James J./Laibson, David/Madrian, Brigitte C./Metrick, Andrew*: For Better or For Worse: Default Effects and 401(k) Savings Behavior, in: Wise, David (Hrsg.), *Perspectives in the Economics of Aging*, Chicago 2004, S. 81–121.
- Choi, James J./Laibson, David/Metrick, Andrew*: How Does the Internet Affect Trading? Evidence from Investor Behavior in 401(k) Plans, *Journal of Financial Economics* 64 (2002), 397–421.
- Choi, Stephen J./Guzman, Andrew T.*: Choice and Federal Intervention in Corporate Law, *87 Virginia Law Review* 961–992 (2001).
- Choi, Stephen J./Pritchard, A.C.*: Behavioral Economics and the SEC, *56 Stanford Law Review* 1–73 (2003).
- Clérico, Laura*: *Die Struktur der Verhältnismäßigkeit*, Baden-Baden 2001.
- Cleveland, Steven J.*: The NYSE as State Actor?: Rational Actors, Behavioral Insights & Joint Investigations, *55 American University Law Review* 1–85 (2005).
- Cleveland, Steven J.*: An Economic and Behavioral Analysis of Investment Bankers When Delivering Fairness Opinions, *58 Alabama Law Review* 299–348 (2006).
- Coase, Ronald H.*: The Nature of the Firm, *Economica* 4 (1937), 386–405.
- Coase, Ronald H.*: The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics* 3 (1960), 1–44.
- Coase, Ronald H.*: The Lighthouse in Economics, *Journal of Law and Economics* 17 (1974), 357–376.
- Coates, John C.*: Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?, in: Ferrarini, Guido/Hopt, Klaus J./Winter, Jaap/Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, S. 676–709.
- Coates, John C./Subramanian, Guban*: A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence, *53 Stanford Law Review* 307–396 (2000).

- Coller, Maribeth/Harrison, Glenn W./Rutström, E. *Elisabet: Does Everyone Have Quasi-Hyperbolic Preferences?*, 2005, erhältlich unter <http://www.bus.ucf.edu/wp/Working%20Papers/2006/06-01Glenn.pdf>.
- Coninck, Raphaël de: *Do Firms Sufficiently Opt Out of Non-Mandatory Laws? Evidence from Business Combination Statutes*, 2005, unveröffentlichtes Manuskript.
- Conlisk, John: *Why Bounded Rationality?*, *Journal of Economic Literature* 34 (1996), 669–700.
- Cooter, Robert: *Do Good Laws Make Good Citizens? An Economic Analysis of Internalized Norms*, 86 *Virginia Law Review* 1577–1601 (2000).
- Cooter, Robert D.: *Expressive Law and Economics*, 27 *Journal of Legal Studies* 585–608 (1998).
- Cooter, Robert D./Ulen, Thomas: *Law & Economics*, 5. Auflage, Boston 2008.
- Coppik, Jürgen: *Gesetzliche Regulierungsvorgaben für Unternehmensübernahmen in Deutschland: Eine ökonomische Analyse*, Baden-Baden 2006.
- Cornell, Bradford: *The Incentive to Sue: An Option-Pricing Approach*, 19 *Journal of Legal Studies* 173–187 (1990).
- Cornils, Matthias: *Die Ausgestaltung der Grundrechte: Untersuchungen zur Grundrechtsbindung des Ausgestaltungsgesetzgebers*, Tübingen 2005.
- Cramton, Peter/Schwartz, Alan: *Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation*, *Journal of Law, Economics, and Organization* 7 (1991), 27–53.
- Crane, Daniel A.: *Rules Versus Standards in Antitrust Adjudication*, 64 *Washington and Lee Law Review* 49–110 (2007).
- Craswell, Richard: *Passing on the Costs of Legal Rules: Efficiency and Distribution in Buyer-Seller Relationships*, 43 *Stanford Law Review* 361–398 (1991).
- Craswell, Richard: *Property Rules and Liability Rules in Unconscionability and Related Doctrines*, 60 *University of Chicago Law Review* 1–65 (1993).
- Craswell, Richard: *In That Case, What Is the Question? Economics and the Demands of Contract Theory*, 112 *Yale Law Journal* 903–924 (2003).
- Craswell, Richard: *Taking Information Seriously: Misrepresentation and Nondisclosure in Contract Law and Elsewhere*, 92 *Virginia Law Review* 565–632 (2006).
- Cremer, Wolfgang: *Freiheitsgrundrechte*, Tübingen 2003.
- Cremer, K.J. Martijn/Nair, Vinay B./Peyer, Urs: *Takeover Defenses and Competition*, *Journal of Empirical Legal Studies* 5 (2008), 791–818.
- Croson, Rachel: *Why and How to Experiment: Methodologies from Experimental Economics*, 2002 *University of Illinois Law Review* 921–945.
- Croson, Rachel/Gneezy, Uri: *Gender Differences in Preferences*, *Journal of Economic Literature* 47 (2009), 448–474.
- Daines, Robert/Klausner, Michael: *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, *Journal of Law, Economics, and Organization* 17 (2001), 83–120.
- Daly, Michael/Delaney, Liam/Harmon, Colm P.: *Psychological and Biological Foundations of Time Preference*, *Journal of the European Economic Association* (659–669) (2009), 659.
- Damodaran, Aswath: *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2. Auflage, New York 2003.
- Dauner-Lieb, Barbara: *Verbraucherschutz durch Ausbildung eines Sonderprivatrechts für Verbraucher: Systemkonforme Weiterentwicklung oder Schrittmacher der Systemveränderung?*, Berlin 1983.

- Dauner-Lieb, Barbara*: Change Of Control-Klauseln nach Mannesmann, *Der Betrieb* 2008, 567–571.
- De Long, J. Bradford/Shleifer, Andrei/Summers, Lawrence H./Waldmann, Robert J.*: The Survival of Noise Traders in Financial Markets, *Journal of Business* 64 (1991), 1–19.
- DellaVigna, Stefano*: Psychology and Economics: Evidence from the Field, *Journal of Economic Literature* 47 (2009), 315–372.
- DellaVigna, Stefano/Malmendier, Ulrike*: Contract Theory and Self-Control: Theory and Evidence, *Quarterly Journal of Economics* 119 (2004), 353–402.
- DellaVigna, Stefano/Malmendier, Ulrike*: Paying Not to Go to the Gym, *American Economic Review* 96 (2006), 694–719.
- DellaVigna, Stefano/Paserman, M. Daniele*: Job Search and Impatience, *Journal of Labor Economics* 23 (2004), 527–588.
- Dhillon, Uphinder S./Ramírez, Garbiel G.*: Employee Stock Ownership and Corporate Control: An Empirical Study, *Journal of Banking and Finance* 18 (1994), 9–26.
- Dibadj, Reza*: Reconceiving the Firm, 26 *Cardozo Law Review* 1459–1534 (2005).
- Diederichsen, Uwe*: Die Rangverhältnisse zwischen den Grundrechten und dem Privatrecht, in: Starck, Christian (Hrsg.), *Rangordnung der Gesetze: 7. Symposium der Kommission „Die Funktion des Gesetzes in Geschichte und Gegenwart“* am 22. und 23. April 1994, Göttingen 1994, S. 39–97.
- Diederichsen, Uwe*: Das Bundesverfassungsgericht als oberstes Zivilgericht: ein Lehrstück der juristischen Methodenlehre, *Archiv für die zivilistische Praxis* 198 (1998), 171–270.
- Diekmann, Andreas*: Die Befolgung von Gesetzen: empirische Untersuchungen zu einer rechtssoziologischen Theorie, Berlin 1980.
- Dijk, Eric van/Knippenberg, Daan van*: Buying and Selling Exchange Goods: Loss Aversion and the Endowment Effect, *Journal of Economic Psychology* 17 (1996), 517–524.
- Dimke, Andreas W.*: Neutralitätspflicht und Übernahmegesetz: Eine vergleichende Untersuchung von Abwehrmaßnahmen bei feindlichen Übernahmen nach deutschem und US-amerikanischem Recht unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Übernahmegesetzes, Frankfurt 2007.
- Dittmann, Ingolf/Maug, Ernst G./Spalt, Oliver G.*: Sticks or Carrots? Optimal CEO Compensation when Managers are Loss-Averse, 2007, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=914502>, erscheint im *Journal of Finance*.
- Diver, Colin S.*: The Optimal Precision of Administrative Rules, 93 *Yale Law Journal* 65–109 (1983).
- Dixit, Avinash K./Pindyck, Robert S.*: *Investment Under Uncertainty*, Princeton 1994.
- Dolzer, Rudolf/Vogel, Klaus/Graßhof, Karin* (Hrsg.): *Bonner Kommentar zum Grundgesetz*, Heidelberg, Loseblatt-Sammlung, Stand: 139. Ergänzungslieferung, April 2009.
- Dorf, Michael C.*: Fallback Law, 107 *Columbia Law Review* 303–373 (2007).
- Downs, Julie S./Loewenstein, George/Wisdom, Jessica*: The Psychology of Food Consumption: Strategies for Promoting Healthier Food Choices, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 99 (2) (2009), 1–10.
- Dreher, Meinrad*: Change of control-Klauseln bei Aktiengesellschaften, *Aktiengesellschaft* 2002, 214–223.
- Dreier, Horst* (Hrsg.): *Grundgesetz: Kommentar*, Band 1: Präambel, Art. 1–19, 2. Auflage, Tübingen 2004.
- Drexel, Josef*: *Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers*, Tübingen 1998.

- Drygala, Tim*: Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG, *Zeitschrift für Wettbewerbsrecht* 2001, 1861–1871.
- Dürig, Günter*: Grundrechte und Zivilrechtsprechung, in: Maunz, Theodor (Hrsg.), *Vom Bonner Grundgesetz zur gesamtdeutschen Verfassung: Festschrift zum 75. Geburtstag von Hans Nawiasky*, München 1956, S. 157–190.
- Duwe, Christian/Keller, Moritz*: MiFID: Die neue Welt des Wertpapiergeschäfts, oder: Glauben Sie nicht, Sie könnten ohne weiteres Wertpapiere kaufen, *Betriebsberater* 2006, 2477–2483.
- Duwe, Christian/Keller, Moritz*: MiFID: Die neue Welt des Wertpapiergeschäfts: Lernen Sie Ihre Kunden kennen: Kundenklassifikation und -information, *Betriebsberater* 2006, 2425–2431.
- Duwe, Christian/Keller, Moritz*: MiFID: Die neue Welt des Wertpapiergeschäfts: Transparenz und Marktintegrität für einen europäischen Kapitalmarkt, *Betriebsberater* 2006, 2537–2541.
- Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel R.*: Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, 35 *Stanford Law Review* 1–21 (1982).
- Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel R.*: Voting in Corporate Law, *Journal of Law and Economics* 26 (1983), 395–427.
- Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel R.*: The Corporate Contract, 89 *Columbia Law Review* 1416–1448 (1989).
- Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel R.*: *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge 1991.
- Edwards, Matthew A.*: Empirical and Behavioral Critiques of Mandatory Disclosure: Socio-Economics and the Quest for Truth in Lending, 14 *Cornell Journal of Law and Public Policy* 199–249 (2005).
- Edwards, Vanessa*: The Directive on Takeover Bids: Not Worth the Paper It's Written On?, *European Company and Financial Law Review* 2004, 416–439.
- Edwards, Ward*: Conservatism in Human Information Processing, in: Kahneman, Daniel/Slovic, Paul/Tversky, Amos (Hrsg.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge 1982, S. 359–369.
- Ehrlich, Isaac/Posner, Richard A.*: An Economic Analysis of Legal Rulemaking, *Journal of Legal Studies* 257 (1974).
- Eidenmüller, Horst*: Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, Tübingen 1995 (zitiert als *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip).
- Eidenmüller, Horst*: Rechtswissenschaft als Realwissenschaft, *Juristenzeitung* 1999, 53–61.
- Eidenmüller, Horst*: Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz: Mechanismen der Unternehmensreorganisation und Kooperationspflichten im Reorganisationsrecht, Köln 1999 (zitiert als *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung).
- Eidenmüller, Horst*: Kapitalgesellschaftsrecht im Spiegel der ökonomischen Theorie, *Juristenzeitung* 2001, 1041–1051.
- Eidenmüller, Horst*: Mobilität und Restrukturierung von Unternehmen im Binnenmarkt, *Juristenzeitung* 2004, 24–33.
- Eidenmüller, Horst*: Der homo oeconomicus und das Schuldrecht: Herausforderungen durch Behavioral Law and Economics, *Juristenzeitung* 2005, 216–224.
- Eidenmüller, Horst*: Die angemessene Höhe des Grundkapitals der Aktiengesellschaft, *Aktiengesellschaft* 2005, 97–108.

- Eidenmüller, Horst*: Free Choice in International Company Insolvency Law in Europe, *European Business Organization Law Review* 2005, 423–447.
- Eidenmüller, Horst*: Schlusswort, *Juristenzeitung* 2005, 670–671.
- Eidenmüller, Horst*: Forschungsperspektiven im Unternehmensrecht, *Juristenzeitung* 2007, 487–494.
- Eidenmüller, Horst/Engert, Andreas*: Rechtsökonomik des Mindestkapitals im GmbH-Recht, *GmbH-Rundschau* 2005, 433–438.
- Eidenmüller, Horst/Engert, Andreas/Hornuf, Lars*: Die Societas Europaea: Empirische Bestandsaufnahme und Entwicklungslinien einer neuen Rechtsform, *Aktiengesellschaft* 2008, 721–730.
- Eidenmüller, Horst/Faust, Florian/Grigoleit, Hans Christoph/Jansen, Nils/Wagner, Gerhard/Zimmermann, Reinhard*: Der Gemeinsame Referenzrahmen für das Europäische Privatrecht: Wertungsfragen und Kodifikationsprobleme, *Juristenzeitung* 2008, 529–550.
- Eidenmüller, Horst/Rehm, Gebhard M.*: Niederlassungsfreiheit versus Schutz des inländischen Rechtsverkehrs: Konturen des Europäischen Internationalen Gesellschaftsrechts, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2004, 159–188.
- Eifert, Martin*: Das Verwaltungsrecht zwischen klassischem dogmatischen Verständnis und steuerungswissenschaftlichem Anspruch, in: Pieroth, Bodo (Hrsg.), *Die Leistungsfähigkeit der Wissenschaft des Öffentlichen Rechts: Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer*, Band 67, Berlin 2008, S. 286–329.
- Einsele, Dorothee*: Anlegerschutz durch Information und Beratung: Verhaltens- und Schadensersatzpflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie (MIFID), *Juristenzeitung* 2008, 477–490.
- Eisenberg, Melvin Aron*: Text Anxiety, 59 *Southern California Law Review* 306–311 (1986).
- Eisenberg, Melvin Aron*: Bad Arguments in Corporate Law, 78 *Georgetown Law Journal* 1551–1558 (1990).
- Eisenberg, Melvin Aron*: The Limits of Cognition and the Limits of Contract, 47 *Stanford Law Review* 211–259 (1995).
- Eisenberg, Melvin Aron*: Cognition and Contract, in: Newman, Peter (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Band 1, Houndmills 1998, S. 282–289.
- Eliaz, Kfir/Spiegler, Ran*: Contracting with Diversely Naive Agents, *Review of Economic Studies* 73 (2006), 689–714.
- Ellison, Glenn*: Bounded Rationality in Industrial Organization, in: Blundell, Richard/Newey, Whitney K./Persson, Torsten (Hrsg.), *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications, Ninth World Congress*, Band 2, Cambridge 2006, S. 143–174.
- Emmenegger, Sigrid*: *Gesetzgebungskunst*, Tübingen 2006.
- Emmerich, Volker/Habersack, Mathias* (Hrsg.): *Aktien- und GmbH-Konzernrecht: Kommentar*, 8. Auflage, München 2008.
- Empt, Martin*: *Corporate Social Responsibility: Das Ermessen des Managements zur Berücksichtigung von Nichtaktionärsinteressen im US-amerikanischen und deutschen Aktienrecht*, Berlin 2004.
- Engel, Christoph*: *Zivilrecht als Fortsetzung des Wirtschaftsrechts mit anderen Mitteln: Rechtspolitische und verfassungsrechtliche Überlegungen am Beispiel des Haftungsrechts*, *Juristenzeitung* 1995, 213–218.

- Engel, Christoph*: Rechtswissenschaft als angewandte Sozialwissenschaft: Die Aufgabe der Rechtswissenschaft nach der Öffnung der Rechtsordnung für sozialwissenschaftliche Theorie, in: Engel, Christoph (Hrsg.), *Methodische Zugänge zu einem Recht der Gemeinschaftsgüter*, Baden-Baden 1997, S. 11–40.
- Engel, Christoph*: Das legitime Ziel als Element des Übermaßverbots: Gemeinwohl als Frage der Verfassungsdogmatik, in: Brugger, Winfried/Kirste, Stephan/Anderheiden, Michael (Hrsg.), *Gemeinwohl in Deutschland, Europa und der Welt*, Baden-Baden 2002, S. 103–172.
- Engel, Christoph*: Rationale Rechtspolitik und ihre Grenzen, *Juristenzeitung* 2005, 581–590.
- Engel, Christoph*: Herrschaftsausübung bei offener Wirklichkeitsdefinition: Das Proprium des Rechts aus der Perspektive des öffentlichen Rechts, in: Engel, Christoph/Schön, Wolfgang (Hrsg.), *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, Tübingen 2007, S. 205–240.
- Engel, Christoph*: Verhaltenswissenschaftliche Analyse: eine Gebrauchsanweisung für Juristen, in: Engel, Christoph/Englerth, Markus/Lüdemann, Jörn/Spiecker gen. Döhmann, Indra (Hrsg.), *Recht und Verhalten: Beiträge zu Behavioral Law and Economics*, Tübingen 2007, S. 363–405.
- Engel, Christoph*: The Behaviour of Corporate Actors: A Survey of the Empirical Literature, 2008, erhältlich unter http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2008_23online.pdf (zitiert als *Engel, Behavior of Corporate Actors*).
- Engel, Christoph*: Learning the Law, *Journal of Institutional Economics* 4 (2008), 275–297.
- Engel, Christoph/Englerth, Markus/Lüdemann, Jörg/Spiecker gen. Döhmann, Indra* (Hrsg.): *Recht und Verhalten: Beiträge zu Behavioral Law and Economics*, Tübingen 2007.
- Engel, Christoph/Schön, Wolfgang* (Hrsg.): *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, Tübingen 2007.
- Engel, Christoph/Schön, Wolfgang*: Vorwort, in: Engel, Christoph/Schön, Wolfgang (Hrsg.), *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, Tübingen 2007, S. IX–XIV.
- Engel, Kathleen C./McCoy, Patricia A.*: A Tale of Three Markets: The Law and Economics of Predatory Lending, 80 *Texas Law Review* 1255–1381 (2002).
- Engelmann, Dirk/Strobel, Martin*: Inequality Aversion, Efficiency, and Maximin Preferences in Simple Distribution Experiments, *American Economic Review* 94 (2004), 857–869.
- Engert, Andreas*: Wettbewerb der Normen und Sanktionierung durch das Recht, in: Witt, Carl-Heinz/Casper, Matthias/Bednarz, Liane u.a. (Hrsg.), *Die Privatisierung des Privatrechts: rechtliche Gestaltung ohne staatlichen Zwang*, Stuttgart 2003, S. 31–59.
- Engert, Andreas*: Die automatische Einbeziehung des Arbeitnehmers in die betriebliche Altersversorgung, *Zeitschrift für Arbeitsrecht* 2004, 311–333.
- Engert, Andreas*: Eine juristische Theorie des Unternehmens, in: Lorenz, Stephan/Trunk, Alexander/Eidenmüller, Horst/Wendehorst, Christiane/Adolff, Johannes (Hrsg.), *Festschrift für Andreas Heldrich zum 70. Geburtstag*, München 2005, S. 87–111.
- Engert, Andreas*: Die Wirksamkeit des Gläubigerschutzes durch Nennkapital, *GmbH-Rundschau* 2007, 337–344.

- Englerth, Markus*: Behavioral Law and Economics: eine kritische Einführung, in: Engel, Christoph/Englerth, Markus/Lüdemann, Jörn/Spiecker gen. Döhmman, Indra (Hrsg.), Recht und Verhalten: Beiträge zu Behavioral Law and Economics, Tübingen 2007, S. 60–130.
- Englerth, Markus*: Vom Wert des Rauchens und der Rückkehr der Idioten: Paternalismus als Antwort auf beschränkte Rationalität?, in: Engel, Christoph/Englerth, Markus/Lüdemann, Jörn/Spiecker gen. Döhmman, Indra (Hrsg.), Recht und Verhalten, Tübingen 2007, S. 231–258.
- Enriques, Luca*: EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?, 27 University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 1–78 (2006).
- Epstein, Richard A.*: Behavioral Economics: Human Errors and Market Corrections, 73 University of Chicago Law Review 111–132 (2006).
- Epstein, Richard A.*: The Neoclassical Economics of Consumer Contracts, 92 Minnesota Law Review 803–835 (2008).
- Erlei, Mathias/Leschke, Martin/Sauerland, Dirk*: Neue Institutionenökonomik, 2. Auflage, Stuttgart 2007.
- Erman*: Bürgerliches Gesetzbuch: Kommentar, 12. Auflage, Köln 2008.
- Ernst, Wolfgang*: Gelehrtes Recht: Die Jurisprudenz aus der Sicht des Zivilrechtslehrers, in: Engel, Christoph/Schön, Wolfgang (Hrsg.), Das Proprium der Rechtswissenschaft, Tübingen 2007, S. 4–49.
- Esser, Josef*: Wert und Bedeutung der Rechtsfiktionen: Kritisches zur Technik der Gesetzgebung und zur bisherigen Dogmatik des Privatrechts, 2. Auflage, Frankfurt 1969.
- Eucken, Walter*: Die Wettbewerbsordnung und ihre Verwirklichung, ORDO 2 (1949), 1–99.
- Eucken, Walter*: Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 6. Auflage, Baden-Baden 1990.
- Faccio, Mara/Lang, Larry H. P.*: The Ultimate Ownership of Western European Corporations, Journal of Financial Economics 65 (2002), 365–395.
- Falk, Armin/Kosfeld, Michael*: The Hidden Costs of Control, American Economic Review 96 (2006), 1611–1630.
- Falkenhausen, Joachim Freiherr von*: Übernahmeprophylaxe: Die Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2007, 97–100.
- Fama, Eugene F.*: Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy 88 (1980), 288–307.
- Farrell, Joseph/Gibbons, Robert*: Cheap Talk Can Matter in Bargaining, Journal of Economic Theory 48 (1989), 221–237.
- Farrell, Joseph/Klemperer, Paul*: Coordination and Lock-In: Competition with Switching Costs and Network Effects, in: Armstrong, Mark/Porter, Robert (Hrsg.), Handbook of Industrial Organization: Band 3, Amsterdam 2007, S. 1967–2072.
- Fastrich, Lorenz*: Soziale Umverteilung durch Privatrecht, in: Heldrich, Andreas/Prölss, Jürgen/Koller, Ingo (Hrsg.), Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag, Band 2, München 2007, S. 1071–1090.
- Fehr-Duda, Helga/Gennaro, Manuele de/Schubert, Renate*: Gender, Financial Risk, and Probability Weights, Theory and Decision 60 (2006), 283–313.
- Fehr, Ernst/Falk, Armin*: Psychological Foundations of Incentives, European Economic Review 46 (2002), 687–724.
- Fehr, Ernst/Fischbacher, Urs*: Why Social Preferences Matter: the Impact of Non-Selfish Motives on Competition, Cooperation and Incentives, Economic Journal 112 (2002), C1–C33.

- Fehr, Ernst/Fischbacher, Urs*: The Nature of Human Altruism, *Nature* 425 (2003), 785–791.
- Fehr, Ernst/Fischbacher, Urs*: The Economics of Strong Reciprocity, in: Gintis, Herbert/Bowles, Samuel/Boyd, Robert/Fehr, Ernst (Hrsg.), *Moral Sentiments and Material Interests: The Foundations of Cooperation in Economic Life*, Cambridge 2005, S. 151–191.
- Fehr, Ernst/Gächter, Simon*: Cooperation and Punishment in Public Goods Experiments, *American Economic Review* 90 (2000), 980–994.
- Fehr, Ernst/Kremler, Susanne/Schmidt, Klaus M.*: Fairness and the Optimal Allocation of Ownership Rights, *Economic Journal* 118 (2008), 1262–1284.
- Fehr, Ernst/List, John A.*: The Hidden Costs and Returns of Incentives: Trust and Trustworthiness Among CEOs, *Journal of the European Economic Association* 2 (2004), 743–771.
- Fehr, Ernst/Rockenbach, Bettina*: Detrimental Effects of Sanctions on Human Altruism, *Nature* 422 (2003), 137–140.
- Fehr, Ernst/Schmidt, Klaus M.*: A Theory of Fairness, Competition, and Cooperation, *Quarterly Journal of Economics* 114 (1999), 817–868.
- Fehr, Ernst/Schmidt, Klaus M.*: Theories of Fairness and Reciprocity: Evidence and Economic Applications, in: Dewatripont, Mathias/Hansen, Lars Peter/Turnovsky, Stephen J. (Hrsg.), *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications*, Eighth World Congress, Band 1, 2003, S. 208–257.
- Fehr, Ernst/Tyran, Jean-Robert*: Individual Irrationality and Aggregate Outcomes, *Journal of Economic Perspectives* 19 (4) (2005), 43–66.
- Fehr, Ernst/Tyran, Jean-Robert*: Limited Rationality and Strategic Interaction: The Impact of the Strategic Environment on Nominal Inertia, *Econometrica* 76 (2008), 353–394.
- Feldman, Allan M.*: Welfare Economics, in: Durlauf, Steven N./Blume, Lawrence E. (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Band 8, 2. Auflage, Basingstoke 2008, S. 721–731.
- Feldman, Yval/Nadler, Janice*: The Law and Norms of File Sharing, *43 San Diego Law Review* 577–618 (2006).
- Fennell, Lee Anne*: Revealing Options, *118 Harvard Law Review* 1399–1488 (2005).
- Ferrarini, Guido*: Shareholder Value and the Modernization of European Corporate Law, in: Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford 2003, S. 223–260.
- Ferrarini, Guido*: „One Share – One Vote: A European Rule?“, *European Company and Financial Law Review* 2006, 147–177.
- Fezer, Karl-Heinz*: Aspekte einer Rechtskritik an der economic analysis of law und am property rights approach, *Juristenzeitung* 1986, 817–824.
- Fezer, Karl-Heinz*: Nochmals: Kritik an der ökonomischen Analyse des Rechts, *Juristenzeitung* 1988, 223–228.
- Fiigenbaum, Avi/Thomas, Howard*: Attitudes Toward Risk and the Risk-Return Paradox: Prospect Theory Explanations, *Academy of Management Journal* 31 (1988), 85–106.
- Fikentscher, Wolfgang*: Vertrag und wirtschaftliche Macht, in: Möhring, Philipp/Ulmer, Peter/Wilde, Günther (Hrsg.), *Neue Entwicklungen im Wettbewerbs- und Warenzeichenrecht: Festschrift für Wolfgang Hefermehl zum 65. Geburtstag am 18. September 1971*, Heidelberg 1971, S. 41–57.

- Fikentscher, Wolfgang*: Wirtschaftsrecht, Band 2: Deutsches Wirtschaftsrecht, München 1983.
- Fischbacher, Urs/Gächter, Simon/Febr, Ernst*: Are People Conditionally Cooperative? Evidence from a Public Goods Experiment, *Economics Letters* 71 (2001), 397–404.
- Fischhoff, Baruch*: Hindsight ≠ Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgment Under Uncertainty, *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* 3 (1975), 288–299.
- Fishman, Michael J.*: Mandatory Versus Voluntary Disclosure in Markets with Informed and Uninformed Customers, *Journal of Law, Economics, and Organization* 19 (2003), 45–63.
- Fleischer, Arthur/Sussman, Alexander R.*: Takeover Defense, New York, Loseblatt-Sammlung, Ergänzungslieferung Stand 2004.
- Fleischer, Holger*: Marktmachtmißbrauch auf sekundären Produktmärkten. Vergleichende Betrachtungen zum deutschen, europäischen und amerikanischen Kartellrecht, *Recht der internationalen Wirtschaft* 2000, 22–30.
- Fleischer, Holger*: Vertragsschlußbezogene Informationspflichten im Gemeinschaftsprivatrecht, *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* 2000, 772–798.
- Fleischer, Holger*: Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, *Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht* 2001, 1–32.
- Fleischer, Holger*: Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, München 2001 (zitiert als *Fleischer, Informationsasymmetrie*).
- Fleischer, Holger*: Unternehmensspenden und Leitungsermessen des Vorstands im Aktienrecht, *Aktiengesellschaft* 2001, 171–181.
- Fleischer, Holger*: Die „Business Judgment Rule“ im Spiegel von Rechtsvergleichung und Rechtsökonomie, in: Wank, Rolf/Hirte, Heribert/Frey, Kaspar/Fleischer, Holger/Thüsing, Gregor (Hrsg.), *Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag*, München 2002, S. 827–849.
- Fleischer, Holger*: Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, München 2002 (zitiert als *Fleischer, Anlegerschutz, Gutachten Juristentag*).
- Fleischer, Holger*: Informationspflichten im Europäischen Kapitalmarkt- und Verbraucherschutzrecht: Versuch einer Synthese, in: Schulte-Nölke, Hans/Schulze, Reiner (Hrsg.), *Europäisches Vertragsrecht im Gemeinschaftsrecht*, Köln 2002, S. 171–179.
- Fleischer, Holger*: Shareholders vs. Stakeholders: Aktien- und übernahmerechtliche Fragen, in: Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus J./Werder, Axel von (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, Köln 2003, S. 129–155.
- Fleischer, Holger*: Behavioral Law and Economics im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht: ein Werkstattbericht, in: Fuchs, Andreas/Schwintowski, Hans-Peter/Zimmer, Daniel (Hrsg.), *Wirtschafts- und Privatrecht im Spannungsfeld von Privatautonomie, Wettbewerb und Regulierung: Festschrift für Ulrich Immenga zum 70. Geburtstag*, München 2004, S. 575–587.
- Fleischer, Holger*: Der Einfluß der Societas Europaea auf die Dogmatik des deutschen Gesellschaftsrechts, *Archiv für die civilistische Praxis* 204 (2004), 502–543.
- Fleischer, Holger*: Die „Business Judgment Rule“: Vom Richterrecht zur Kodifizierung, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2004, 685–692.

- Fleischer, Holger*: Gesetz und Vertrag als alternative Problemlösungsmodelle im Gesellschaftsrecht, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 168 (2004), 673–707.
- Fleischer, Holger*: Zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung im Aktienrecht (Teil I), *Deutsches Steuerrecht* 2005, 1279–1283.
- Fleischer, Holger*: Zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung im Aktienrecht (Teil II), *Deutsches Steuerrecht* 2005, 1318–1323.
- Fleischer, Holger*: Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz: Entstehung, Grundkonzeption, Regelungsschwerpunkte, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2006, 389–396.
- Fleischer, Holger* (Hrsg.): *Handbuch des Vorstandsrechts*, München 2006.
- Fleischer, Holger*: Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht als wissenschaftliche Disziplin, in: Engel, Christoph/Schön, Wolfgang (Hrsg.), *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, Tübingen 2007, S. 50–76.
- Fleischer, Holger*: Zur Zukunft der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Forschung, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2007, 500–510.
- Fleischer, Holger*: Der numerus clausus der Sachenrechte im Spiegel der Rechtsökonomie, in: Eger, Thomas/Bigus, Jochen/Ott, Claus/Wangenheim, Georg von (Hrsg.), *Internationalisierung des Rechts und seine ökonomische Analyse: Festschrift für Hans-Bernd Schäfer zum 65. Geburtstag*, Wiesbaden 2008, S. 125–138.
- Fleischer, Holger*: Gesetzesfolgenabschätzung im Aktien- und Kapitalmarktrecht, in: Kley, Max Dietrich/Leven, Franz-Josef/Rudolph, Bernd/Schneider, Uwe H. (Hrsg.), *Aktie und Kapitalmarkt – Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung und Finanzplatz: Festschrift für Rüdiger von Rosen zum 65. Geburtstag*, Stuttgart 2008, S. 597–614.
- Fleischer, Holger/Kalss, Susanne*: *Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz: Einführende Gesamtdarstellung und Materialien*, München 2002.
- Floren, Dieter*: *Grundrechtsdogmatik im Vertragsrecht: Spezifische Mechanismen des Grundrechtsschutzes gegenüber der gerichtlichen Anwendung von Zivilvertragsrecht*, Berlin 1999.
- Flume, Werner*: Rechtsgeschäft und Privatautonomie, in: Caemmerer, Ernst von/Friesenhahn, Ernst/Lange, Richard (Hrsg.), *Hundert Jahre Deutsches Rechtsleben: Festschrift zum hundertjährigen Bestehen des Deutschen Juristentages 1860–1960*, Karlsruhe 1960, S. 135–238.
- Flume, Werner*: *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts: Die Juristische Person: Erster Band / Zweiter Teil*, Berlin 1983 (zitiert als *Flume, Juristische Person*).
- Flume, Werner*: *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts: Das Rechtsgeschäft: Zweiter Band, 4. Auflage*, Berlin 1992 (zitiert als *Flume, Rechtsgeschäft*).
- Föhlisch, Carsten*: Endlich Vollharmonisierung im Fernabsatzrecht? Auswirkungen der geplanten Europäischen Verbraucherrechtsrichtlinie, *Multimedia und Recht* 2009, 75–80.
- Ford, J. Kevin/Schmitt, Neal/Schechtman, Susan L./Hults, Brian M./Doherty, Mary L.*: Process Tracing Methods: Contributions, Problems, and Neglected Research Questions, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 43 (1989), 75–117.
- Franks, Julian/Harris, Robert/Titman, Sheridan*: The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics* 29 (1991), 81–96.

- Franks, Julian/Mayer, Colin*: Bank Control, Takeovers, and Corporate Governance in Germany, in: Hopt, Klaus J./Kanda, Hideki/Roe, Mark J./Wymeersch, Eddy/Prigge, Stefan (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Oxford 1998, S. 641–658.
- Franz, Wolfgang*: *Arbeitsmarktökonomik*, 6. Auflage, Berlin 2006.
- Franzius, Claudio*: Funktionen des Verwaltungsrechts im Steuerungsparadigma der Neuen Verwaltungsrechtswissenschaft, *Die Verwaltung* 2006, 335–371.
- Franzius, Claudio*: Modalitäten und Wirkungsfaktoren der Steuerung durch Recht, in: Hoffmann-Riem, Wolfgang/Schmidt-Aßmann, Eberhard/Voßkuhle, Andreas (Hrsg.), *Grundlagen des Verwaltungsrechts, Band 1: Methoden, Maßstäbe, Aufgaben, Organisation*, München 2006, S. 177–237.
- Frederick, Shane/Loewenstein, George/O'Donoghue, Ted*: Time Discounting and Time Preference: A Critical Review, *Journal of Economic Literature* 40 (2002), 351–401.
- Frey, Bruno S.*: *Not Just For the Money: An Economic Theory of Personal Motivation*, Cheltenham 1997.
- Frey, Bruno S.*: What Can Economists Learn from Happiness Research?, *Journal of Economic Literature* 40 (2002), 402–435.
- Frey, Bruno S./Jegen, Reto*: Motivation Crowding Theory, *Journal of Economic Surveys* 15 (2001), 589–611.
- Frey, Bruno S./Kirchgässner, Gebhard*: *Demokratische Wirtschaftspolitik*, 3. Auflage, München 2002.
- Frey, Bruno S./Oberholzer-Gee, Felix*: The Cost of Price Incentives: An Empirical Analysis of Motivation Crowding-Out, *American Economic Review* 87 (1997), 746–755.
- Friedman, Lawrence M.*: *The Legal System: a Social Science Perspective*, New York 1975.
- Friedman, Lawrence M.*: Two Faces of Law, 1984 *Wisconsin Law Review* 13–35.
- Friedman, Milton*: The Methodology of Positive Economics, in: Friedman, Milton (Hrsg.), *Essays in Positive Economics*, Chicago 1953, S. 3–43.
- Frings, Michael*: Das neue Verbraucherschutzrecht im BGB 2002, *Verbraucher und Recht* 2002, 390–398.
- Fritsch, Michael/Wein, Thomas/Ewers, Hans-Jürgen*: *Marktversagen und Wirtschaftspolitik*, 7. Auflage, München 2007.
- Fuchs, Andreas*: Zur Disponibilität gesetzlicher Widerrufsrechte im Privatrecht unter besonderer Berücksichtigung der Widerrufsrechte nach §§ 6 VerbrKrG, 168 S. 2 und 130 Abs. 1 S.2 BGB, *Archiv für die civilistische Praxis* 196 (1996), 313–394.
- Fuchs, Andreas* (Hrsg.): *Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar*, München 2009.
- Fudenberg, Drew/Levine, David K.*: A Dual-Self Model of Impulse Control, *American Economic Review* 96 (2006), 1449–1476.
- Fudenberg, Drew/Tirole, Jean*: *Game Theory*, Cambridge 1991.
- Funk, Patricia*: Is There An Expressive Function of Law? An Empirical Analysis of Voting Laws with Symbolic Fines, *American Law and Economics Review* 9 (2007), 135–159.
- Gabaix, Xavier/Laibson, David I.*: Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets, *Quarterly Journal of Economics* 112 (2006), 505–540.
- Gächter, Simon/Riedl, Arno*: Moral Property Rights in Bargaining with Infeasible Claims, *Management Science* 51 (2005), 249–263.
- García, Diego/Sangiorgi, Francesco/Urošević, Branko*: Overconfidence and Market Efficiency with Heterogeneous Agents, *Economic Theory* 30 (2007), 313–336.

- Gatti, Matteo*: Optionality Arrangements and Reciprocity in the European Takeover Directive, *European Business Organization Law Review* 2005, 553–579.
- Geibel, Stephan/Süßmann, Rainer* (Hrsg.): Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG): Kommentar, 2. Auflage, München 2008.
- Geis, George S.*: An Embedded Options Theory of Indefinite Contracts, 90 *Minnesota Law Review* 1664–1719 (2006).
- George, Donald A.R.*: Consolations for the Economist: The Future of Economic Orthodoxy, *Journal of Economic Surveys* 21 (2007), 417–425.
- Ghezzi, Federico/Malberti, Corrado*: The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law, *European Company and Financial Law Review* 2008, 1–47.
- Ghosh, Shubha*: Relaxing Antitrust During Economic Downturns: A Real Options Analysis of Appalachian Coals and the Failing Firm Defense, 68 *Antitrust Law Journal* 111–124 (2001).
- Gibbons, Robert*: *A Primer in Game Theory*, Harlow 1992.
- von Gierke, Otto*: Die soziale Aufgabe des Privatrechts: Vortrag gehalten am 5. April 1889 in der juristischen Gesellschaft in Wien, Berlin 1889.
- Gigerenzer, Gerd*: Heuristics, in: Gigerenzer, Gerd/Engel, Christoph (Hrsg.), *Heuristics and the Law*, Cambridge 2006, S. 17–44.
- Gigerenzer, Gerd/Engel, Christoph* (Hrsg.): *Heuristics and the Law*, Cambridge 2006.
- Gigerenzer, Gerd/Todd, Peter M.*: *Simple Heuristics that Make Us Smart*, Oxford 1999.
- Gillet, Joris/Schram, Arthur/Sonnemans, Joep*: The Tragedy of the Commons Revisited: The Importance of Group Decision-Making, *Journal of Public Economics* 93 (2009), 785–797.
- Gilson, Ronald J.*: The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept, 82 *Stanford Law Review* 775–836 (1982).
- Gilson, Ronald J.*: Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defenses, 35 *Stanford Law Review* 51–67 (1982).
- Gilson, Ronald J.*: Lipton and Rowe’s Apologia for Delaware: A Short Reply, 27 *Delaware Journal of Corporate Law* 37–52 (2002).
- Gilson, Ronald J./Black, Bernhard S.*: (Some of) The Essentials of Finance and Investment, Westbury 1993.
- Gilson, Ronald J./Kraakman, Reinier R.*: The Mechanisms of Market Efficiency, 70 *Virginia Law Review* 549–644 (1984).
- Gilson, Ronald J./Kraakman, Reinier R.*: The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, 28 *Journal of Corporate Law* 715–742 (2003).
- Glade, Achim/Haak, Andreas M./Hellich, Peter*: Die Umsetzung der Übernahmerichtlinie in das deutsche Recht (Teil I), *Der Konzern* 2004, 455–462.
- Glaser, Markus*: Online Broker Investors: Demographic Information, Investment Strategy, Portfolio Positions, and Trading Activity, 2003, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=975985>.
- Glimcher, Paul W.*: *Decisions, Uncertainty, and the Brain: The Science of Neuroeconomics*, Cambridge 2003.
- Glimcher, Paul W./Camerer, Colin F./Febr, Ernst/Poldrack, Russell A.* (Hrsg.): *Neuroeconomics: Decision Making and the Brain*, Amsterdam 2009.
- Gneezy, Uri/Kapteyn, Arie/Potters, Jan*: Evaluation Periods and Asset Prices in a Market Experiment, *Journal of Finance* 58 (2003), 821–837.
- Gneezy, Uri/Rustichini, Aldo*: A Fine Is a Price, 29 *Journal of Legal Studies* 1–17 (2000).

- Gneezy, Uri/Rustichini, Aldo*: Pay Enough or Don't Pay at All, *Quarterly Journal of Economics* 115 (2000), 791–810.
- Gode, Dhananjay K./Sunder, Shyam*: Allocative Efficiency of Markets with Zero-Intelligence Traders: Market as a Partial Substitute for Individual Rationality, *Journal of Political Economy* 101 (1993), 119–137.
- Goergen, Marc/Manjon, Miguel C./Renneboog, Luc*: Recent Developments in German Corporate Governance, *International Review of Law and Economics* 28 (2008), 175–193.
- Goetz, Charles J./Scott, Robert E.*: The Limits of Expanded Choice: An Analysis of the Interactions Between Express and Implied Contract Terms, *73 California Law Review* 261–322 (1985).
- Gómez Pomar, Fernando*: EC Consumer Protection Law and EC Competition Law: How Related Are They? A Law and Economics Perspective, 2003, erhältlich unter http://www.indret.com/pdf/113_en.pdf.
- Goode, Roy*: Installment Credit Contracts, in: Newman, Peter (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Band 2, Houndmills 1998, S. 330–335.
- Gordon, Jeffrey N.*: The Mandatory Structure of Corporate Law, *89 Columbia Law Review* 1549–1598 (1989).
- Gradenwitz, Otto*: *Anfechtung und Reurecht beim Irrthum*, Berlin 1902.
- Graham, Carol*: Economics of Happiness, in: Durlauf, Steven N./Blume, Lawrence E. (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Band 3, Basingstoke 2008, S. 824–829.
- Grechenig, Kristoffel/Gelter, Martin*: Divergente Evolution des Rechtsdenkens: von amerikanischer Rechtsökonomie und deutscher Dogmatik, *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* 72 (2008), 513–561.
- Grether, David M./Schwartz, Alan/Wilde, Louis L.*: The Irrelevance of Information Overload: An Analysis of Search and Disclosure, *59 Southern California Law Review* 277–303 (1986).
- Grigoleit, Hans Christoph*: Anforderungen des Privatrechts an die Rechtstheorie, in: Jestaedt, Matthias/Lepsius, Oliver (Hrsg.), *Rechtswissenschaftstheorie*, Tübingen 2008, S. 51–78.
- Groh, Manfred*: Shareholder Value und Aktienrecht, *Der Betrieb* 2000, 2153–2158.
- Grohmann, Uwe*: *Das Informationsmodell im Europäischen Gesellschaftsrecht*, Berlin 2006.
- Grossman, Sanford J./Hart, Oliver*: The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration, *Journal of Political Economy* 94 (1986), 691–719.
- Grossman, Sanford J./Hart, Oliver D.*: Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics* 11 (1980), 42–64.
- Grubb, Michael D.*: Selling to Overconfident Consumers, 2007, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=721701>, erscheint im *American Economic Review*.
- Gruber, Jonathan/Köszegi, Botond*: Is Addiction „Rational“? Theory and Evidence, *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001), 1261–1303.
- Grundfest, Joseph A./Huang, Peter H.*: The Unexpected Value of Litigation: A Real Options Perspective, *58 Stanford Law Review* 1267–1336 (2006).
- Grundmann, Stefan*: Methodenpluralismus als Aufgabe: Zur Legalität von ökonomischen und rechtsethischen Argumenten in Auslegung und Rechtsanwendung, *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* 61 (1997), 423–453.

- Grundmann, Stefan*: Europäisches Schuldvertragsrecht: Struktur und Bestand, Neue Juristische Wochenschrift 2000, 14–23.
- Grundmann, Stefan*: Information und ihre Grenzen im Europäischen und neuen englischen Gesellschaftsrecht, in: Schneider, Uwe H./Hommelhoff, Peter/Schmidt, Karsten u.a. (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag: Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Köln 2000, S. 61–82.
- Grundmann, Stefan*: Privatautonomie im Binnenmarkt, Juristenzeitung 2000, 1133–1143.
- Grundmann, Stefan*: Information, Party Autonomy and Economic Agents in European Contract Law, Common Market Law Review 39 (2002), 269–293.
- Grundmann, Stefan*: Verbraucherrecht, Unternehmensrecht, Privatrecht: Warum sind sich UN-Kaufrecht und EU-Kaufrechts-Richtlinie so ähnlich?, Archiv für die civilistische Praxis 202 (2002), 40–71.
- Grundmann, Stefan*: Ausbau des Informationsmodells im Europäischen Gesellschaftsrecht, Deutsches Steuerrecht 2004, 232–236.
- Grundmann, Stefan*: The Structure of European Company Law: From Crisis to Boom, European Business Organization Law Review 2004, 601–633.
- Grundmann, Stefan*: Die rechtliche Verfassung des Marktes für Unternehmenskontrolle nach Verabschiedung der Übernahme-Richtlinie, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2005, 122–128.
- Grundmann, Stefan*: The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives, and Policy Considerations, in: Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy/Kanda, Hideki/Baum, Harald (Hrsg.), Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Market in Europe, Japan, and the US, Oxford 2005, S. 421–446.
- Grundmann, Stefan*: Die rechtliche Verfassung des Marktes für Unternehmenskontrolle nach Verabschiedung der Übernahme-Richtlinie, in: Grundmann, Stefan/Schwintowski, Hans-Peter/Singer, Reinhard/Weber, Martin (Hrsg.), Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht, Berlin 2006, S. 77–103.
- Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang*: Information Intermediaries and Party Autonomy: The Example of Securities and Insurance Markets, in: Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang/Weatherill, Stephen (Hrsg.), Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market, Berlin 2001, S. 264–310.
- Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang/Weatherill, Stephen* (Hrsg.): Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market, Berlin 2001.
- Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang/Weatherill, Stephen*: Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market: an Overview, in: Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang/Weatherill, Stephen (Hrsg.), Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market, Berlin 2001, S. 3–38.
- Grundmann, Stefan/Möslein, Florian*: Die Goldene Aktie und der Markt für Unternehmenskontrolle im Rechtsvergleich: insbesondere Staatskontrollrechte, Höchst- und Mehrfachstimmrechte sowie Übernahmeabwehrmaßnahmen, Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft 102 (2003), 289–345.
- Grundmann, Stefan/Möslein, Florian*: Europäisierung, in: Bayer, Walter/Habersack, Matthias (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band 2: Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 31–112.
- Grunewald, Barbara*: Aufklärungspflichten ohne Grenzen?, Archiv für die civilistische Praxis 190 (1990), 609–623.

- Günther, Klaus*: Hirnforschung und strafrechtlicher Schuldbegriff, *Kritische Justiz* 2006, 116–132.
- Güth, Werner*: Zur spieltheoretischen Methodik in Betriebs- und Volkswirtschaftslehre, *Homo oeconomicus* 14 (1997), 183–197.
- Güth, Werner/Schmittberger, Rolf/Schwarze, Bernd*: An Experimental Analysis of Ultimatum Bargaining, *Journal of Economic Behavior and Organization* 3 (1982), 367–388.
- Güth, Werner/von Wangenheim, Georg*: Fairness Crowded Out by Law: An Experimental Study on Withdrawal Rights: Comments, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 163 (2007), 102–105.
- Guthrie, Chris*: Law, Information, and Choice: Capitalizing on Heuristic Habits of Thought, in: Gigerenzer, Gerd/Engel, Christoph (Hrsg.), *Heuristics and the Law*, Cambridge 2006, S. 425–437.
- Haar, Brigitte*: Verbraucherschutz durch Informationsregeln beim Verbrauchsgüterkauf: Zur Struktur der Garantie gem. § 477 Abs.1 BGB, *Verbraucher und Recht* 2004, 161–170.
- Haar, Brigitte*: Law and Finance: Kapitalmarktentwicklung in interdisziplinärer Perspektive, *Juristenzeitung* 2008, 964–974.
- Haarmann, Wilhelm/Schüppen, Matthias* (Hrsg.): *Frankfurter Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, 3. Auflage, Frankfurt 2008.
- Habersack, Mathias*: Vertragsfreiheit und Drittinteressen: Eine Untersuchung zu den Schranken der Privatautonomie unter besonderer Berücksichtigung der Fälle typischerweise gestörter Vertragsparität, Berlin 1992.
- Habersack, Mathias*: Effektiver Jahreszins und Prämien für eine Kapitallebensversicherung: Überlegungen im Anschluss an BGH WM 2005, 415, *Wertpapiermitteilungen* 2006, 353–357.
- Habersack, Mathias*: *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3. Auflage, München 2006.
- Habersack, Mathias*: Anmerkung zu BGH, Urteil vom 12.4.2007, Az. VII ZR 122/06, *Juristenzeitung* 2007, 847–849.
- Habersack, Mathias*: Grundsatzfragen der Mitbestimmung in SE und SCE sowie bei grenzüberschreitender Verschmelzung, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 171 (2007), 613–643.
- Habersack, Mathias*: Wandlungen des Aktienrechts, *Aktiengesellschaft* 2009, 1–14.
- Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael* (Hrsg.): *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, 2. Auflage, Köln 2008.
- Habersack, Mathias/Schürnbrand, Jan*: Modernisierung des Aktiengesetzes von 1965, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, Band 1: Entwicklung des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 889–943.
- Hadfield, Gillian K./Howse, Robert/Trebilcock, Michael J.*: Information-Based Principles for Rethinking Consumer Protection Policy, *Journal of Consumer Policy* 21 (1998), 131–169.
- Haltiwanger, John/Waldman, Michael*: Rational Expectations and the Limits of Rationality: An Analysis of Heterogeneity, *American Economic Review* 75 (1985), 326–340.
- Haltiwanger, John/Waldman, Michael*: Limited Rationality and Strategic Complements: The Implications for Macroeconomics, *Quarterly Journal of Economics* 104 (1989), 463–483.
- Hammond, Peter J.*: Markets as Constraints: Multilateral Incentive Compatibility in Continuum Economies, *Review of Economic Studies* 54 (1987), 399–412.

- Hammond, Peter J.*: Theoretical Progress in Public Economics: A Provocative Assessment, *Oxford Economic Papers* 42 (1990), 6–33.
- Hanau, Hans*: Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit als Schranke privater Gestaltungsmacht, Tübingen 2004.
- Hansmann, Henry*: Ownership of the Firm, *Journal of Law, Economics, and Organization* 4 (1988), 267–304.
- Hansmann, Henry*: Corporation and Contract, *American Law and Economics Review* 8 (2006), 8–19.
- Hansmann, Henry/Kraakman, Reinier H.*: The End of History for Corporate Law, 89 *Georgetown Law Journal* 439–468 (2001).
- Hansmann, Henry/Kraakman, Reinier H.*: Property, Contract, and Verification: The Numerus Clausus Problem and the Divisibility of Rights, 31 *Journal of Legal Studies* 373–420 (2002).
- Hanson, Jon D./Kysar, Douglas A.*: Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation, 74 *New York University Law Review* 630–749 (1999).
- Harbarth, Stephan*: Europäische Durchbrechungsregel im deutschen Übernahmerecht, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2007, 37–70.
- Harris, Ron/Albin, Einat*: Bankruptcy Policy in Light of Manipulation in Credit Advertising, 7 *Theoretical Inquiries in Law* 431–466 (2006).
- Harrison, Glenn W./Lau, Morten I./Williams, Melonie B.*: Estimating Individual Discount Rates in Denmark: A Field Experiment, *American Economic Review* 92 (2002), 1606–1617.
- Harrison, Glenn W./List, John A.*: Field Experiments, *Journal of Economic Literature* 42 (2004), 1009–1055.
- Hart, Oliver*: The Market Mechanism as an Incentive Scheme, *Bell Journal of Economics* 14 (1983), 366–382.
- Hart, Oliver*: An Economist's Perspective on the Theory of the Firm, 89 *Columbia Law Review* 1757–1774 (1989).
- Hart, Oliver*: Firms, Contracts, and Financial Structure, Oxford 1995.
- Hart, Oliver*: Incomplete Contracts, in: Durlauf, Steven N./Blume, Lawrence E. (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Band 4, 2. Auflage, Basingstoke 2008, S. 175–184.
- Hart, Oliver/Moore, John*: Foundations of Incomplete Contracts, *Review of Economic Studies* 66 (1999), 115–138.
- Hart, Oliver/Moore, John*: Contracts as Reference Points, *Quarterly Journal of Economics* 103 (2008), 1–48.
- Hartwig, Ralph*: Do Legal Rules Rule Behavior?, in: Gigerenzer, Gerd/Engel, Christoph (Hrsg.), *Heuristics and the Law*, Cambridge 2006, S. 390–410.
- Hassemer, Winfried*: Gesetzesbindung und Methodenlehre, *Zeitschrift für Rechtspolitik* 2007, 213–219.
- Hatzis, Aristides N./Zervogianni, Eleni*: Judge-Made Contracts: Reconstructing Unconscionable Contracts, 2006, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=953669>.
- Haupt, Stefan*: An Economic Analysis of Consumer Protection in Contract Law, *German Law Journal* 4 (2003), 1137–1164.
- Hausman, Jerry A./Leonard, Gregory K.*: Real Options and Patent Damages: The Legal Treatment of Non-infringing Alternatives, and Incentives to Innovate, *Journal of Economic Surveys* 20 (2006), 493–512.

- Hausman, Jerry A./Leonard, Gregory K./Sidak, J. Gregory*: Patent Damages and Real Options: How Judicial Characterization of Noninfringing Alternatives Reduces Incentives to Innovate, 22 *Berkeley Technology Law Journal* 825–853 (2007).
- Hays, William L.*: *Statistics*, 5. Auflage, Belmont 1994.
- Heidel, Thomas* (Hrsg.): *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht: Kommentar*, 2. Auflage, Baden-Baden 2007.
- Heidhues, Paul/Köszegi, Botond*: Competition and Price Variation when Consumers are Loss Averse, *American Economic Review* 98 (2008), 1245–1268.
- Heidhues, Paul/Köszegi, Botond*: Exploiting Naivete about Self-Control in the Credit Market, 2008, erhältlich unter <http://elsa.berkeley.edu/~botond/credit.pdf>.
- von Hein, Jan*: Vom Vorstandsvorsitzenden zum CEO?, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 166 (2002), 464–502.
- von Hein, Jan*: *Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland*, Tübingen 2008.
- Heine, Klaus/Röpke, Katarina*: Die Rolle von Qualitätssignalen: eine ökonomische und juristische Analyse am Beispiel der deutschen Kapitalschutzvorschriften, *Rechtszeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* 70 (2006), 138–160.
- Hellwig, Martin*: On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control, in: Vives, Xavier (Hrsg.), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge 2000, S. 95–134.
- Hellwig, Martin*: Optimal Income Taxation, Public-Goods Provision and Public-Sector Pricing: A Contribution to the Foundations of Public Economics, 2004, erhältlich unter http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2004_14online.pdf (zitiert als *Hellwig*, Optimal Income Taxation).
- Hellwig, Martin*: Effizienz oder Wettbewerbsfreiheit? Zur normativen Grundlegung der Wettbewerbspolitik, in: Engel, Christoph/Möschel, Wernhard (Hrsg.), *Recht und spontane Ordnung*, Baden-Baden 2006, S. 231–268.
- Hellwig, Martin*: Private Damage Claims and the Passing-On Defense in Horizontal Price Fixing Cases: An Economist's Perspective, in: Basedow, Jürgen (Hrsg.), *Private Enforcement in EC Competition Law*, Alphen aan den Rijn 2007, S. 121–159.
- Henrich, Joseph*: Does Culture Matter in Economic Behavior? Ultimatum Game Bargaining Among the Machiguenga of the Peruvian Amazon, *American Economic Review* 90 (2000), 973–979.
- Henrich, Joseph/Boyd, Robert/Bowles, Samuel/Camerer, Colin F./Fehr, Ernst/Gintis, Herbert/McElreath, Richard*: Overview and Synthesis, in: Henrich, Joseph/Boyd, Robert/Bowles, Samuel u.a. (Hrsg.), *Foundations of Human Sociality: Economic Experiments and Ethnographic Evidence from Fifteen Small-Scale Societies*, Oxford 2004, S. 8–54.
- Hens, Thorsten/Pamini, Paolo*: *Grundzüge der analytischen Mikroökonomie*, Berlin 2008.
- Henssler, Martin*: Erfahrungsn und Reformbedarf bei der SE: Mitbestimmungsrechtliche Reformvorschläge, *Zeitschrift für das gesamte Wirtschafts- und Handelsrecht* 173 (2009), 222–249.
- Hermalin, Benjamin E./Katz, Avery Wiener/Craswell, Richard*: Contract Law, in: Polinsky, A. Mitchell/Shavell, Steven (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, Band 1, Amsterdam 2007, S. 3–138.

- Hertig, Gérard*: Western Europe's Corporate Governance Dilemma, in: Baums, Theodor/Hopt, Klaus J./Horn, Norbert (Hrsg.), *Corporations, Capital Markets and Business in the Law: Liber Amicorum Richard M. Buxbaum*, London 2000, S. 265–281.
- Hertig, Gérard*: Optional Rather than Mandatory EU Company Law: Framework and Specific Proposals, *European Company and Financial Law Review* 2006, 341–362.
- Hertig, Gérard/McCahery, Joseph A.*: Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?, *European Business Organization Law Review* 2003, 179–211.
- Hertig, Gérard/McCahery, Joseph A.*: An Agenda for Reform: Company and Takeover Law in Europe, in: Ferrarini, Guido/Hopt, Klaus J./Winter, Jaap/Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, S. 21–49.
- Hertig, Gérard/McCahery, Joseph A.*: A Legal Options Approach to EC Company Law, in: Ferrarini, Guido/Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford 2006, S. 119–142.
- Heusch, Andreas*: *Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit im Staatsorganisationsrecht*, Berlin 2003.
- Hey, Felix*: *Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen und ihre Schranken*, München 2004.
- Hirsch, Ernst E.*: Die Steuerung des menschlichen Verhaltens, *Juristenzeitung* 1982, 41–47.
- Hirsch, Günter*: Erwartungen der gerichtlichen Praxis an einen Gemeinsamen Referenzrahmen für ein Europäisches Vertragsrecht, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2007, 937–943.
- Hirschman, Albert O.*: *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge 1970.
- Hirshleifer, David*: Takeovers, in: Newman, Peter/Milgate, Murray/Eatwell, John (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, Band 3, London 1994, S. 638–645.
- Hirshleifer, David*: Investor Psychology and Asset Pricing, *Journal of Finance* 56 (2001), 1533–1597.
- Hirshleifer, David/Shumway, Tyler*: Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather, *Journal of Finance* 58 (2003), 1009–1032.
- Hirte, Heribert*: Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2002, 623–658.
- Hirte, Heribert/Bülow, Christoph von* (Hrsg.): *Kölner Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Köln 2003.
- Hoffman, Elizabeth/Spitzer, Matthew*: The Coase Theorem: Some Experimental Tests, *Journal of Law and Economics* 25 (1982), 73–98.
- Hoffman, Elizabeth/Spitzer, Matthew*: Experimental Law and Economics: An Introduction, 85 *Columbia Law Review* 991–1024 (1985).
- Hoffmann-Becking, Michael*: Rechtliche Anmerkungen zur Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 169 (2005), 155–180.
- Hoffmann-Riem, Wolfgang*: Verwaltungsrechtsreform: Ansätze am Beispiel des Umweltschutzes, in: Hoffmann-Riem, Wolfgang/Schmidt-Aßmann, Eberhard/Schuppert, Gunnar Folke (Hrsg.), *Reform des Allgemeinen Verwaltungshandelns: Grundfragen*, Baden-Baden 1993, S. 115–175.

- Höfling, Wolfram*: Vertragsfreiheit: Eine grundrechtsdogmatische Studie, Heidelberg 1991.
- Hofmann, Ekkehard*: Abwägung im Recht: Chancen und Grenzen numerischer Verfahren im Öffentlichen Recht, Tübingen 2007.
- Holmström, Bengt/Nalebuff, Barry*: To the Raider Goes the Surplus? A Reexamination of the Free-Rider Problem, *Journal of Economics & Management Strategy* 1 (1992), 37–62.
- Holmström, Bengt/Tirole, Jean*: The Theory of the Firm, in: Schmalensee, Richard/Willig, Robert (Hrsg.), *Handbook of Industrial Organization*, Band 1, Amsterdam 1998, S. 61–133.
- Holzborn, Timo/Israel, Alexander*: Die Neustrukturierung des Finanzmarktrechts durch das Finanzmarktrichtlinienumsetzungsgesetz (FRUG), *Neue Juristische Wochenschrift* 2008, 791–796.
- Hopt, Klaus J.*: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975.
- Hopt, Klaus J.*: Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat: Zugleich in Beitrag zur corporate governance-Debatte, in: Immenga, Ulrich/Möschel, Wernhard/Reuter, Dieter (Hrsg.), *Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker*, Baden-Baden 1996, S. 909–931.
- Hopt, Klaus J.*: Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht in Europa: Generalbericht, in: Lutter, Marcus/Wiedemann, Herbert (Hrsg.), *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht*, Berlin 1998, S. 123–151.
- Hopt, Klaus J.*: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen: Zur aktien- und übernahmerechtlichen Rechtslage in Deutschland und Europa, in: Schneider, Uwe H./Hommelhoff, Peter/Schmidt, Karsten u.a. (Hrsg.), *Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag: Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, Köln 2000, S. 1361–1400.
- Hopt, Klaus J.*: Disclosure Rules as a Primary Tool for Fostering Party Autonomy: Observations from a Functional and Comparative Legal Perspective, in: Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang/Weatherill, Stephen (Hrsg.), *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, Berlin 2001, S. 246–263.
- Hopt, Klaus J.*: Gesellschaftsrecht im Wandel, in: Wank, Rolf/Hirte, Heribert/Frey, Kaspar/Fleischer, Holger/Thüsing, Gregor (Hrsg.), *Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag*, München 2002, S. 1013–1032.
- Hopt, Klaus J.*: Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 166 (2002), 383–432.
- Hopt, Klaus J.*: Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2002, 333–376.
- Hopt, Klaus J.*: Aktienrecht unter amerikanischem Einfluss, in: Heldrich, Andreas/Prölss, Jürgen/Koller, Ingo (Hrsg.), *Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag*, Band 2, München 2007, S. 104–128.
- Hopt, Klaus J.*: Modernisierung der Unternehmensleitung und -kontrolle, in: Aderhold, Lutz/Grunewald, Barbara/Klingberg, Dietgard/Paefgen, Walter G. (Hrsg.), *Festschrift für Harm Peter Westermann zum 70. Geburtstag*, Köln 2008, S. 1039–1065.
- Hopt, Klaus J./Leyens, Patrick C.*: Board Models in Europe: Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy, *European Company and Financial Law Review* 2004, 135–168.

- Hopt, Klaus J./Voigt, Hans-Christoph*: Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung, in: Hopt, Klaus J./Voigt, Hans-Christoph (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung: Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, Tübingen 2005, S. 9–160.
- Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert* (Hrsg.): Großkommentar zum Aktiengesetz, 11. Lieferung, §§ 92–94, 4. Auflage, Berlin 1999, 19. Lieferung, §§ 76–83, 4. Auflage, Berlin 2003.
- Horowitz, John K./McConnell, Kenneth E.*: A Review of WTA/WTP Studies, *Journal of Environmental Economics and Management* 44 (2002), 426–447.
- Howells, Geraint*: The Potential and Limits of Consumer Empowerment by Information, *Journal of Law and Society* 32 (2005), 349–370.
- Huang, Peter H.*: Teaching Corporate Law From an Option Perspective, 34 *Georgia Law Review* 571–597 (2000).
- Huang, Peter H.*: Lawsuit Abandonment Options in Possibly Frivolous Litigation Games, *Review of Litigation* 23 (2004), 47–113.
- Huck, Steffen/Kirchsteiger, Georg/Oechssler, Jörg*: Learning to Like What You Have: Explaining the Endowment Effect, *Economic Journal* 115 (2005), 689–702.
- Hübner, Heinz*: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Gesetzbuchs, 2. Auflage, Berlin 1996.
- Hüffer, Uwe*: Aktienbezugsrechte als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern: gesellschaftsrechtliche Analyse, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 161 (1997), 214–245.
- Hüffer, Uwe*: Aktiengesetz: Kommentar, 8. Auflage, München 2008.
- Huster, Stefan*: Rechte und Ziele: Zur Dogmatik des allgemeinen Gleichheitssatzes, Berlin 1993.
- Hviid, Morten*: Long-term Contracts and Relational Contracts, in: Bouckaert, Boudevijn/De Geest, Gerrit (Hrsg.), *Encyclopaedia of Law and Economics*, Band 3, Cheltenham 2000, S. 46–72.
- Iacobucci, Edward M.*: Toward a Signaling Explanation of the Private Choice of Corporate Law, *American Law and Economics Review* 6 (2004), 319–344.
- Ipsen, Jörg*: Rechtsfolgen der Verfassungswidrigkeit von Norm und Einzelakt, Baden-Baden 1980.
- Isaac, Mark R./Walker, James M.*: Group Size Effects in Public Goods Provision: The Voluntary Contributions Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 103 (1988), 179–199.
- Isensee, Josef*: Die typisierende Verwaltung: Gesetzesvollzug im Massenverfahren am Beispiel der typisierenden Betrachtungsweise des Steuerrechts, Berlin 1976.
- Isensee, Josef*: Vertragsfreiheit im Griff der Grundrechte: Inhaltskontrolle von Verträgen am Maßstab der Verfassung, in: Hübner, Ulrich/Ebke, Werner F. (Hrsg.), *Festschrift für Bernhard Großfeld zum 65. Geburtstag*, Heidelberg 1999, S. 485–514.
- Jackson, Howell E./Kaplow, Louis/Shavell, Steven/Viscusi, W. Kip/Cope, David*: *Analytical Methods for Lawyers*, New York 2003.
- Jacobs, Matthias*: Entgeltfindung zwischen Markt und Staat: Bemerkungen zur aktuellen Diskussion um einen gesetzlichen Mindestlohn, in: Kohl, Helmut/Kübler, Friedrich/Ott, Claus/Schmidt, Karsten (Hrsg.), *Zwischen Markt und Staat: Gedächtnisschrift für Rainer Walz*, Köln 2007, S. 289–306.
- Jacoby, Jacob*: Information Load and Decision Quality: Some Contested Issues, *Journal of Marketing Research* 14 (1977), 569–573.

- Jacoby, Jacob*: Perspectives on Information Overload, *Journal of Consumer Research* 10 (1984), 432–435.
- Jakobs, Michael*: Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit mit einer exemplarischen Darstellung seiner Geltung im Atomrecht, Köln 1985.
- Jamal, Karim/Sunder, Shyam*: Bayesian Equilibrium in Double Auctions Populated by Biased Heuristic Traders, *Journal of Economic Behavior & Organization* 31 (1996), 273–291.
- Jensen, Michael C.*: Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives* 2 (1) (1988), 21–48.
- Jensen, Michael C./Meckling, William H.*: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3 (1976), 305–360.
- Jestaedt, Matthias/Lepsius, Oliver* (Hrsg.): Rechtswissenschaftstheorie, Tübingen 2008.
- Jickeli, Joachim*: Der langfristige Vertrag: Eine rechtswissenschaftliche Untersuchung auf institutionen-ökonomischer Grundlage, Tübingen 1996.
- Johnson, Eric J./Bellman, Steven/Lohse, Gerald L.*: Defaults, Framing and Privacy: Why Opting In – Opting out, *Marketing Letters* 13 (2002), 5–15.
- Johnson, Eric J./Goldstein, Daniel*: Do Defaults Save Lives?, *Science* 302 (2003), 1338–1339.
- Johnson, Eric J./Häubl, Gerald/Keinan, Anat*: Aspects of Endowment: A Query Theory of Value Construction, *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition* 33 (2007), 461–474.
- Johnson, Eric J./Hershey, John/Meszaros, Jacqueline/Kunreuther, Howard*: Framing, Probability Distortions, and Insurance Decisions, *Journal of Risk and Uncertainty* 7 (1993), 35–51.
- Johnston, Jason Scott*: Strategic Bargaining and the Economic Theory of Contract Default Rules, *100 Yale Law Journal* 615–664 (1990).
- Jolls, Christine/Sunstein, Cass R.*: Debiasing Through Law, *35 Journal of Legal Studies* 199–241 (2006).
- Jolls, Christine/Sunstein, Cass R./Thaler, Richard*: A Behavioral Approach to Law and Economics, *50 Stanford Law Review* 1471–1550 (1998).
- Jordans, Roman*: Die Umsetzung der MiFID in Deutschland und die Abschaffung des §37d WpHG, *Wertpapiermitteilungen* 2007, 1827–1831.
- Kagel, John H./Roth, Alvin E.* (Hrsg.): *The Handbook of Experimental Economics*, Princeton 1995.
- Kahan, Dan M./Baraman, Donald/Gastil, John/Slovic, Paul/Mertz, C. K.*: Culture and Identity-Protective Cognition: Explaining the White-Male Effect in Risk Perception, *Journal of Empirical Legal Studies* 4 (2007), 465–505.
- Kahan, Marcel*: The Demand for Corporate Law: Statutory Flexibility, Judicial Quality, or Takeover Protection?, *Journal of Law, Economics, and Organization* 22 (2006), 340–365.
- Kahan, Marcel/Rock, Edward B.*: Corporate Constitutionalism: Antitakover Charter Provisions as Precommitment, *152 University of Pennsylvania Law Review* 453–522 (2003).
- Kähler, Lorenz*: Private Disposition jenseits der Herrschaft des Gesetzes: zur Abdingbarkeit gesetzlicher Normen, in: Witt, Carl-Heinz/Casper, Matthias/Bednarz, Liane u.a. (Hrsg.), *Die Privatisierung des Privatrechts: rechtliche Gestaltung ohne staatlichen Zwang*, Stuttgart 2003, S. 181–207.

- Kahneman, Daniel*: Reference Points, Anchors, Norms, and Mixed Feelings, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 51 (1992), 296–312.
- Kahneman, Daniel/Knetsch, Jack L./Thaler, Richard H.*: Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem, *Journal of Political Economy* 98 (1990), 1325–1348.
- Kahneman, Daniel/Knetsch, Jack L./Thaler, Richard H.*: Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias, *Journal of Economic Perspectives* 5 (1) (1991), 193–206.
- Kahneman, Daniel/Lovallo, Dan*: Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking, *Management Science* 39 (1993), 17–31.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos*: Subjective Probability: A Judgment of Representativeness, *Cognitive Psychology* 3 (1972), 430–454.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos*: Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica* 47 (1979), 263–291.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos*: Choices, Values, and Frames, *American Psychologist* 39 (1984), 341–350.
- Kameda, Tatsuya/Davis, James H.*: The Function of the Reference Point in Individual and Group Risk Decision Making, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 46 (1990), 55–76.
- Kanda, Hideki*: Debtholders and Equityholders, 21 *Journal of Legal Studies* 431–448 (1992).
- Kann, Jürgen van/Eigler, Mira*: Aktuelle Neuerungen des Corporate Governance Kodex, *Deutsches Steuerrecht* 2007, 1730–1736.
- Kann, Jürgen van/Just, Clemens*: Der Regierungsentwurf zur Umsetzung der europäischen Übernahmerrichtlinie, *Deutsches Steuerrecht* 2006, 328–333.
- Kaplow, Louis*: Rules versus Standards: An Economic Analysis, 42 *Duke Law Journal* 557–629 (1992).
- Kaplow, Louis*: A Model of the Optimal Complexity of Legal Rules, *Journal of Law, Economics, and Organization* 11 (1995), 150–163.
- Kaplow, Louis*: Accuracy, Complexity, and the Income Tax, *Journal of Law, Economics, and Organization* 14 (1998), 61–83.
- Kaplow, Louis*: Optimal Policy with Heterogeneous Preferences, B.E. *Journal of Economic Analysis and Policy: Advances* 8 (1) (2008), Artikel 40.
- Kaplow, Louis/Shavell, Steven*: Why the Legal System is Less Efficient Than the Income Tax in Redistributing Income, 23 *Journal of Legal Studies* 667–682 (1994).
- Kasten, Roman A.*: Das neue Kundenbild des §31a WpHG: Umsetzungsprobleme nach MiFID & FRUG, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2007, 261–267.
- Katsoulacos, Yannis/Ulph, David*: On the Optimal Design of Competition Policy Procedures, 2007, erhältlich unter http://www.cerge-ei.cz/pdf/events/papers/070927_t.pdf.
- Katz, Avery Wiener*: The Strategic Structure of Offer and Acceptance: Game Theory and the Law of Contract Formation, 89 *Michigan Law Review* 215–295 (1990).
- Katz, Avery Wiener*: The Option Element in Contracting, 90 *Virginia Law Review* 2187–2244 (2004).
- Katz, Michael L./Shapiro, Carl*: Network Externalities, Competition, and Compatibility, *American Economic Review* 75 (1985), 424–440.
- Katz, Michael L./Shapiro, Carl*: Systems Competition and Network Effects, *Journal of Economic Perspectives* 8 (2) (1994), 93–115.

- Kemper, Rainer*: Verbraucherschutzinstrumente, Baden-Baden 1993.
- Kennedy, Duncan*: Distributive and Paternalist Motives in Contract and Tort Law, With Special Reference to Compulsory Terms and Unequal Bargaining Power, 41 Maryland Law Review 563–658 (1982).
- Kerber, Wolfgang/Grundmann, Stefan*: An Optional European Contract Law Code: Advantages and Disadvantages, European Journal of Law and Economics 21 (2006), 215–236.
- Kesan, Jay P./Shah, Rajiv C.*: Setting Software Defaults: Perspectives from Law, Computer Science and Behavioral Economics, 82 Notre Dame Law Review 583–634 (2006).
- Kessler, Friedrich*: Contracts of Adhesion: Some Thoughts About Freedom of Contract, 43 Columbia Law Review 630–642 (1943).
- Khan, M. Ali*: Perfect Competition, in: Durlauf, Steven N./Blume, Lawrence E. (Hrsg.), The New Palgrave Dictionary of Economics, Band 6, 2. Auflage, Basingstoke 2008, S. 354–365.
- Kharabi, Darius*: A Real Options Analysis of Pharmaceutical-Biotechnology Licensing, 11 Stanford Journal of Law, Business & Finance 201–231 (2006).
- Kieninger, Eva-Maria*: Wettbewerb der Privatrechtsordnungen im Europäischen Binnenmarkt, Tübingen 2002.
- Kihlstrom, Richard E./Wachter, Michael E.*: Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law, 152 University of Pennsylvania Law Review 523–575 (2003).
- Kilborn, Kason J.*: Behavioral Economics, Overindebtedness & Comparative Consumer Bankruptcy: Searching for Causes and Evaluating Solutions, 22 Emory Bankruptcy Developments Journal 13–45 (2005).
- Kind, Sandra*: Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information, aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtegesetz, Berlin 1998.
- Kindler, Peter*: Grundzüge des neuen Kapitalgesellschaftsrechts: Das Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG), Neue Juristische Wochenschrift 2008, 3249–3256.
- Kirchgässner, Gebhard*: Homo Oeconomicus: The Economic Model of Behaviour and Its Applications in Economics and Other Social Sciences, 2. Auflage, New York 2008.
- Kirchhof, Paul*: Gleichmaß und Übermaß, in: Badura, Peter/Scholz, Peter (Hrsg.), Wege und Verfahren des Verfassungslebens: Festschrift für Peter Lerche zum 65. Geburtstag, München 1993, S. 134–149.
- Kirchhof, Paul*: Der Vertrag als Ausdruck grundrechtlicher Freiheit, in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter/Hüffer, Uwe/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003, Berlin 2003, S. 1211–1230.
- Kirchner, Christian*: Managementpflichten bei „feindlichen“ Übernahmeangeboten, Wertpapiermitteilungen 2000, 1821–1830.
- Kirchner, Christian*: Szenarien einer „feindlichen“ Unternehmensübernahme: Alternative rechtliche Regelungen im Anwendungstest, Betriebsberater 2000, 105–112.
- Kirchner, Christian*: Zur ökonomischen Theorie der juristischen Person: Die juristische Person im Gesellschaftsrecht im Lichte der Institutionenökonomik, in: Damm, Reinhard/Heermann, Peter W./Veil, Rüdiger (Hrsg.), Festschrift für Thomas Raiser zum 70. Geburtstag am 20. Februar 2005, Berlin 2005, S. 181–202.
- Kirchner, Christian/Painter, Richard W.*: European Takeover Law: Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law, European Business Organization Law Review 2000, 353–400.

- Kirstein, Roland/Schäfer, Hans-Bernd*: Erzeugt der Europäische Verbraucherschutz Marktversagen? Eine informationsökonomische und empirische Analyse, in: Eger, Thomas/Schäfer, Hans-Bernd (Hrsg.), *Ökonomische Analyse der europäischen Zivilrechtsentwicklung*, Tübingen 2007, S. 369–405.
- Klausner, Michael*: Corporations, Corporate Law, and Network of Contracts, 81 *Virginia Law Review* 757–852 (1995).
- Klausner, Michael*: Standardization and Innovation in Corporate Contracting (Or „The Economics of Boilerplate“), 83 *Virginia Law Review* 713–770 (1997).
- Klausner, Michael*: The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later, 31 *Journal of Corporation Law* 779–797 (2006).
- Kleck, Gary/Sever, Brion/Li, Spencer/Gertz, Marc*: The Missing Link in General Deterrence Research, *Criminology* 623–659 (2005).
- Kleine, Lucas/Scholl, Bernd*: Das Konkurrenzverhältnis primärer und sekundärer Gläubigerrechte bei Pflichtverletzungen im allgemeinen Schuldrecht, *Neue Juristische Wochenschrift* 2006, 3462–3467.
- Klemperer, Paul*: *Auctions: Theory and Practice*, Princeton 2004.
- Klock, Mark*: Financial Options, Real Options, and Legal Options: Opting to Exploit Ourselves and What We Can Do About It, 55 *Alabama Law Review* 63–109 (2003).
- Klöhn, Lars*: *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, Berlin 2006.
- Klöhn, Lars*: Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Gläubigern der Aktiengesellschaft im Spiegel der Vorstandspflichten: Ein Beitrag zur Leitungsaufgabe des Vorstands gem. § 76 AktG, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2008, 110–158.
- Knetsch, Jack L.*: The Endowment Effect and Evidence of Nonreversible Indifference Curves, *American Economic Review* 79 (1989), 1277–1284.
- Knez, Peter/Smith, Vernon L./Williams, Arlington W.*: Individual Rationality, Market Rationality, and Value Estimation, *American Economic Review* 75 (1985), 397–402.
- Knieps, Günther*: *Wettbewerbsökonomie: Regulierungstheorie, Industrieökonomie, Wettbewerbspolitik*, 3. Auflage, Berlin 2008.
- Knobel, Ulrike*: *Wandlungen im Verständnis der Vertragsfreiheit*, Berlin 2000.
- Knutson, Brian/Peterson, Richard*: Neurally Reconstructing Expected Utility, *Games and Economic Behavior* 52 (2005), 305–315.
- Koch, Oliver*: *Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit in der Rechtsprechung des Gerichtshofs der Europäischen Gemeinschaften*, Berlin 2003.
- Köhler, Helmut*: *BGB Allgemeiner Teil*, 32. Auflage, München 2008.
- Kokott, Juliane*: Grundrechtliche Schranken und Schrankenschranken, in: Merten, Detlef/Papier, Hans-Jürgen (Hrsg.), *Handbuch der Grundrechte in Deutschland und Europa*, Band 1: Entwicklungen und Grundlagen, Heidelberg 2004, S. 853–907.
- Koller, Ingo*: Die Abdingbarkeit des Anlegerschutzes durch Information im europäischen Kapitalmarktrecht, in: Baums, Theodor/Wertenbruch, Johannes (Hrsg.), *Festschrift für Ulrich Huber zum siebzigsten Geburtstag*, Tübingen 2006, S. 821–840.
- Köndgen, Johannes*: Preis- und Vergütungsgestaltung im Wertpapierhandel: Zur Obsoleszenz des Kommissionsrechts, in: Heldrich, Andreas/Prölss, Jürgen/Koller, Ingo (Hrsg.), *Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag*, Band 2, München 2007, S. 182–207.
- Kordel, Guido*: Behavioral Corporate Governance from a Regulatory Perspective: Potentials and Limits of Regulatory Intervention to Impact the Conduct of Corporate Actors, *European Business Organization Law Review* 2008, 29–62.

- Korinek, Karl/Dujmovits, Elisabeth*: Grundrechtsdurchsetzung und Grundrechtsverwirklichung, in: Merten, Detlef/Papier, Hans-Jürgen (Hrsg.), Handbuch der Grundrechte in Deutschland und Europa, Band 1: Entwicklungen und Grundlagen, Heidelberg 2004, S. 909–944.
- Korobkin, Russell*: The Status Quo Bias and Contract Default Rules, 83 *Cornell Law Review* 608–687 (1998).
- Korobkin, Russell*: Bounded Rationality, Standard Form Contracts, and Unconscionability, 70 *University of Chicago Law Review* 1203–1295 (2003).
- Korobkin, Russell*: The Endowment Effect and Legal Analysis, 97 *Northwestern University Law Review* 1227–1293 (2003).
- Korobkin, Russell/Ulen, Thomas*: Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics, 88 *California Law Review* 1051–1144 (2000).
- Kort, Michael*: „Change-of-Control“-Klauseln nach dem „Mannemann“-Urteil des BGH: zulässig oder unzulässig?, *Aktiengesellschaft* 2006, 106–109.
- Kosfeld, Michael/Heinrichs, Markus/Zak, Paul J./Fischbacher, Urs/Febr, Ernst*: Oxytocin Increases Trust in Humans, *Nature* 435 (2005), 673–676.
- Köszegi, Botond/Rabin, Matthew*: A Model of Reference-Dependent Preferences, *Quarterly Journal of Economics* 121 (2006), 1133–1165.
- Kötz, Hein*: Freiheit und Zwang im Vertragsrecht, in: Immenga, Ulrich/Möschel, Wernhard/Reuter, Dieter (Hrsg.), Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker zum siebzigsten Geburtstag, Baden-Baden 1996, S. 1037–1047.
- Kraakman, Reinier R.*: Taking Discounts Seriously: The Implications of „Discounted“ Share Prices as an Acquisition Motive, 88 *Columbia Law Review* 891–941 (1988).
- Kraakman, Reinier R./Davies, Paul/Hansmann, Henry/Hertig, Gérard/Hopt, Klaus J./Kanda, Hideki/Rock, Edward B.*: *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford 2004.
- Kramer, Ernst A.*: *Der Irrtum beim Vertragsschluss: eine weltweit rechtsvergleichende Bestandsaufnahme*, Zürich 1998.
- Kreutzberger, Senja*: *Die gesetzlich nicht geregelten Entscheidungsvarianten des Bundesverfassungsgerichts*, Frankfurt 2007.
- Kubis, Sebastian*: Digitalisierung von Druckwerken zur Volltextsuche im Internet: die Buchsuche von Google („Google Book Search“) im Konflikt mit dem Urheberrecht, *Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht* 2006, 370–379.
- Kübler, Dorothea/Kübler, Friedrich*: Zur Einführung: Recht und Sozialwissenschaften – Herausforderungen und Chancen der Verhaltensökonomie, *Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft* 2007, 94–103.
- Kübler, Friedrich*: Shareholder Value: Eine Herausforderung für das Deutsche Recht?, in: Lieb, Manfred/Noack, Ulrich/Westermann, Harm Peter (Hrsg.), Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag, Band 1, Köln 1998, S. 321–335.
- Kübler, Friedrich/Assmann, Heinz-Dieter*: *Gesellschaftsrecht: Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen*, 6. Auflage, Heidelberg 2006.
- Kümpel, Siegfried/Veil, Rüdiger*: *Wertpapierhandelsgesetz: eine systematische Darstellung*, 2. Auflage, Berlin 2006.
- Kuhner, Christoph*: Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2004, 244–279.

- Kullmann, Walburga/Sester, Peter*: Das Wertpapierprospektgesetz (WpPG): Zentrale Punkte des neuen Regimes für Wertpapieremissionen, Wertpapiermitteilungen 2005, 1068–1076.
- Kumpan, Christoph/Hellgardt, Alexander*: Haftung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach Umsetzung der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID), Der Betrieb 2006, 1714–1720.
- Kunold, Uta/Schlitt, Michael*: Die neue EU-Prospektrichtlinie: Inhalt und Auswirkungen auf das deutsche Kapitalmarktrecht, Betriebsberater 2004, 501–511.
- Kurzban, Robert/Houser, Daniel*: Experiments Investigating Cooperative Types in Humans: A Complement to Evolutionary Theory and Simulations, Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America 102 (2005), 1803–1807.
- La Porta, Rafael/Lopez-de-Silanes, Florencio/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.*: Law and Finance, Journal of Political Economy 106 (1998), 1113–1155.
- Laibson, David*: Golden Eggs and Hyperbolic Discounting, Quarterly Journal of Economics 112 (1997), 443–477.
- Laibson, David/Repetto, Andrea/Tobacman, Jeremy*: A Debt Puzzle, in: Aghion, Philippe/Frydman, Roman/Stiglitz, Joseph E./Woodford, Michael (Hrsg.), Knowledge, Information, and Expectations in Modern Macroeconomics: In Honor of Edmund S. Phelps, Princeton 2003, S. 228–270.
- Lampe, Ernst-Joachim*: Zur Entwicklung von Rechtsbewusstsein, Frankfurt 1997.
- Langer, Ellen J.*: The Illusion of Control, Journal of Personality and Social Psychology 32 (1975), 311–328.
- Langevoort, Donald C.*: Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited, 140 University of Pennsylvania Law Review 851–920 (1992).
- Langevoort, Donald C.*: Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons For Law From Behavioral Economics About Stockbrokers and Sophisticated Customers, 84 California Law Review 627–701 (1996).
- Langevoort, Donald C.*: Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms), 146 University of Pennsylvania Law Review 101–172 (1997).
- Langevoort, Donald C.*: Heuristics inside the Firm: Perspectives from Behavioral Law and Economics, in: Gigerenzer, Gerd/Engel, Christoph (Hrsg.), Heuristics and the Law, Cambridge 2006, S. 87–100.
- Larenz, Karl/Wolf, Manfred*: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 9. Auflage, München 2004.
- Latin, Howard*: „Good“ Warnings, Bad Products, and Cognitive Limitations, 41 UCLA Law Review 1193–1295 (1994).
- Leahey, Erin*: Alphas and Asterisks: The Development of Statistical Significance Testing Standards in Sociology, Social Forces 84 (2005), 1–24.
- Ledyard, John O.*: Public Goods: A Survey of Experimental Research, in: Kagel, John H./Roth, Alvin E. (Hrsg.), The Handbook of Experimental Economics, Princeton 1995, S. 111–194.
- Lehtinen, Aki/Kuorikoski, Jaakko*: Unrealistic Assumptions in Rational Choice Theory, Philosophy of the Social Sciences 37 (2007), 115–138.
- Leible, Stefan*: Europäisches Privatrecht am Scheideweg, Neue Juristische Wochenschrift 2008, 2558–2562.
- Leible, Stefan*: Was tun mit dem Gemeinsamen Referenzrahmen für das Europäische Vertragsrecht? Plädoyer für ein optionales Instrument, Betriebsberater 2008, 1469–1475.

- Leible, Stefan/Müller, Michael*: Der „blue button“ für den Internetshop: Ein optionales Instrument für den E-Commerce?, *Kommunikation und Recht* 2009, 7–14.
- Leipold, Dieter*: BGB I: Einführung und Allgemeiner Teil, 5. Auflage, Tübingen 2008.
- Leisch, Franz Clemens*: Informationspflichten nach § 31 WpHG: Rechtsnatur und Inhalt: Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts, München 2004.
- Leisner, Walter*: Grundrechte und Privatrecht, München 1960.
- Leistner, Matthias*: Richtiger Vertrag und lauterer Wettbewerb: Eine grundlagenorientierte Studie unter besonderer Berücksichtigung der europäischen Perspektive, Tübingen 2007.
- Lemley, Mark A./Leslie, Christopher R.*: Categorical Analysis in Antitrust Jurisprudence, 2007, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=1026967>.
- Lemley, Mark A./McGowan, David*: Legal Implications of Network Economic Effects, 86 *California Law Review* 479–611 (1998).
- Lepsius, Oliver*: Sozialwissenschaften im Verfassungsrecht: Amerika als Vorbild?, *Juristenzeitung* 2005, 1–13.
- Lepsius, Oliver*: Menschenbilder und Verhaltensmodelle: Ergebnisse aus der Perspektive der Rechtswissenschaft, in: Führ, Martin/Bizer, Kilian/Feindt, Peter H. (Hrsg.), *Menschenbilder und Verhaltensmodelle in der wissenschaftlichen Politikberatung: Möglichkeiten und Grenzen interdisziplinärer Verständigung*, Baden-Baden 2007, S. 168–179.
- Lepsius, Oliver*: Was kann die deutsche Staatsrechtslehre von der amerikanischen Rechtswissenschaft lernen?, *Die Verwaltung* 2007, Beiheft 7, S. 319–366.
- Lerche, Peter*: Übermaß und Verfassungsrecht: Zur Bindung des Gesetzgebers an die Grundsätze der Verhältnismäßigkeit und der Erforderlichkeit, 2. Auflage, Goldbach 1999.
- Lessig, Lawrence*: The Regulation of Social Meaning, 62 *University of Chicago Law Review* 943–1045 (1995).
- Lessig, Lawrence*: The New Chicago School, 27 *Journal of Legal Studies* 661–691 (1998).
- Levitt, Steven D./List, John A.*: What Do Laboratory Experiments Measuring Social Preferences Reveal About the Real World?, *Journal of Economic Perspectives* 21 (2) (2007), 153–174.
- Levitt, Steven D./List, John A.*: Field Experiments in Economics: The Past, the Present, and the Future, *European Economic Review* 53 (2009), 1–18.
- Leyens, Patrick C.*: Deutscher Aufsichtsrat und U.S.-Board: ein- oder zweistufiges Verwaltungssystem? Zum Stand der rechtsvergleichenden Corporate Governance-Debatte, *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* 67 (2003), 57–105.
- Leyens, Patrick C.*: Corporate Governance: Grundsatzfragen und Forschungsperspektiven, *Juristenzeitung* 2007, 1061–1072.
- Lichtenstein, Sarah/Slovic, Paul* (Hrsg.): *The Construction of Preference*, Cambridge 2006.
- Lichtenstein, Sarah/Slovic, Paul*: The Construction of Preference: An Overview, in: Lichtenstein, Sarah/Slovic, Paul (Hrsg.), *The Construction of Preference*, Cambridge 2006, S. 1–40.
- Liebowitz, Stan J./Margolis, Stephen E.*: Path Dependence, in: Bouckaert, Boudewijn/De Geest, Gerrit (Hrsg.), *Encyclopaedia of Law and Economics*, Band 3, Cheltenham 2000, S. 981–998.

- Liekefett, Kai Haakon: Die EU-Übernehmerichtlinie aus ökonomischer Perspektive, *Recht der internationalen Wirtschaft* 2004, 824–836.
- Lipsey, R. G./Lancaster, Kelvin: The General Theory of Second Best, *Review of Economic Studies* 24 (1956), 11–32.
- Lipton, Martin: Takeover Bids in the Target's Boardroom, 35 *Business Lawyer* 101–134 (1979).
- Lipton, Martin: Pills, Polls, and Professors Redux, 69 *University of Chicago Law Review* 1037–1065 (2002).
- List, John A.: Does Market Experience Eliminate Market Anomalies?, *Quarterly Journal of Economics* 118 (2003), 41–71.
- List, John A.: Neoclassical Theory Versus Prospect Theory: Evidence From the Marketplace, *Econometrica* 72 (2004), 615–625.
- Listokin, Yair: What Do Corporate Default Rules and Menus Do? An Empirical Examination, *Journal of Empirical Legal Studies* 6 (2009), 279–308.
- Lobinger, Thomas: Irrtumsanfechtung und Reurechtsausschluß, *Archiv für die civilistische Praxis* 195 (1995), 274–282.
- Loewenstein, George/Adler, Daniel: A Bias in the Prediction of Tastes, *Economic Journal* 105 (1995), 929–937.
- Loewenstein, George/Haisley, Emily: The Economist as Therapist: Methodological Ramifications of „Light“ Paternalism, in: Caplin, Andrew/Schotter, Andrew (Hrsg.), *Foundations of Positive and Normative Economics*, Oxford 2008, S. 210–245.
- Loewenstein, George/Prelec, Dražen: Anomalies in Intertemporal Choice: Evidence and an Interpretation, in: Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (Hrsg.), *Choices, Values, and Frames*, Cambridge 2000, S. 578–596.
- Loewenstein, George/Rick, Scott/Cohen, Jonathan D.: Neuroeconomics, *Annual Review of Psychology* 59 (2008), 647–672.
- Long, Clarissa: Patent Signals, 69 *University of Chicago Law Review* 625–679 (2006).
- Lorenz, Stephan: Der Schutz vor dem unerwünschten Vertrag: Eine Untersuchung von Möglichkeiten und Grenzen der Abschlußkontrolle im geltenden Recht, München 1997.
- Lorenz, Stephan: Die Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen das Umgehungsverbot im Verbrauchsgüterkaufrecht bei Agentur- und Strohmanngeschäften, in: Aderhold, Lutz/Grunewald, Barbara/Klingberg, Dietgard/Paefgen, Walter G. (Hrsg.), *Festschrift für Harm Peter Westermann zum 70. Geburtstag*, Köln 2008, S. 415–426.
- Loss, Louis: Der Schutz der Kapitalanleger, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 129 (1967), 197–255.
- Lussier, Denis A./Olshavsky, Richard W.: Task Complexity and Contingent Processing in Brand Choice, *Journal of Consumer Research* 6 (1979), 154–165.
- Lutter, Marcus: Das dualistische System der Unternehmensverwaltung, in: Scheffler, Eberhard (Hrsg.), *Corporate Governance*, Wiesbaden 1995, S. 5–26.
- Lutter, Marcus: Die Business Judgment Rule und ihre praktische Anwendung, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2007, 841–848.
- Lutter, Marcus/Wiedemann, Herbert (Hrsg.): *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht*, Berlin 1998.
- Luttermann, Claus/Großfeld, Bernhard: Bilanzrecht: Die Rechnungslegung in Jahresabschluß und Konzernabschluß nach Handelsrecht und Steuerrecht, *Europarecht und IAS/IFRS*, 4. Auflage, Heidelberg 2005.

- MacCoun, Robert/Pacula, Rosalie L./Chriqui, Jamie F./Harris, Katherine M./Reuter, Peter H.:* Do Citizens Know Whether Their State Has Decriminalized Marijuana? A Test of the Perceptual Assumption in Deterrence Theory, 2008, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=1120930>.
- Macey, Jonathan R.:* An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties, 21 *Stetson Law Review* 23–44 (1992).
- Macey, Jonathan R.:* Displacing Delaware: Can the Feds Do a Better Job Than the States in Regulating Takeovers?, 57 *Business Lawyer* 1025–1046 (2002).
- Madrian, Brigitte C./Shea, Dennis F.:* The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior, *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001), 1149–1187.
- Magen, Stefan:* Entscheidungen unter begrenzter Rationalität als Proprium des öffentlichen Rechts: Kommentar zu Christoph Engel und Matthias Jestaedt, in: Engel, Christoph/Schön, Wolfgang (Hrsg.), *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, Tübingen 2007, S. 303–310.
- Magen, Stefan:* Fairness, Eigennutz und die Rolle des Rechts: eine Analyse auf Grundlage der Verhaltensökonomik, in: Engel, Christoph/Englerth, Markus/Lüdemann, Jörn/Spiecker gen. Döhmman, Indra (Hrsg.), *Recht und Verhalten: Beiträge zu Behavioral Law and Economics*, Tübingen 2007, S. 261–360.
- Mahoney, Paul G.:* Contract Remedies and Options Pricing, 24 *Journal of Legal Studies* 139–163 (1995).
- Malatesta, Paul H.:* Takeover Defences, in: Newman, Peter/Milgate, Murray/Eatwell, John (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, Band 3, London 1994, S. 633–636.
- von Mangoldt, Hermann/Klein, Friedrich/Starck, Christian (Hrsg.):* Kommentar zum Grundgesetz, Band 1: Präambel, Art. 1–19, 5. Auflage, München 2005.
- Mankowski, Peter:* Beseitigungsrechte: Anfechtung, Widerruf und verwandte Institute, Tübingen 2003.
- Manne, Henry G.:* Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy* 73 (1965), 110–120.
- Manssen, Gerrit:* Privatrechtsgestaltung durch Hoheitsakt: Verfassungsrechtliche und verwaltungsrechtliche Grundfragen, Tübingen 1994.
- Marion, Justin/Muehlegger, Erich:* Measuring Illegal Activity and the Effects of Regulatory Innovation: Tax Evasion and the Dyeing of Untaxed Diesel, *Journal of Political Economy* 116 (2008), 633–666.
- Marotta-Wurgler, Florencia:* What’s in a Standard Form Contract? An Empirical Analysis of Software License Agreements, *Journal of Empirical Legal Studies* 4 (2007), 677–713.
- Marschak, T. A.:* On the Study of Taste Changing Policies, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 68 (1978), 386–391.
- Martimort, David:* Contract Theory, in: Durlauf, Steven N./Blume, Lawrence E. (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Band 2, 2. Auflage, Basingstoke 2008, S. 196–204.
- Martinek, Michael:* Unsystematische Überregulierung und konstraintentionale Effekte im Europäischen Verbraucherschutzrecht oder: Weniger wäre mehr, in: Grundmann, Stefan (Hrsg.), *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts*, Tübingen 2000, S. 511–557.

- Mas-Colell, Andreu/Whinston, Michael D./Green, Jerry R.*: Microeconomic Theory, New York 1995.
- Maskin, Eric*: On the Rationale for Penalty Default Rules, 33 Florida State University Law Review 557–562 (2006).
- Maskin, Eric*: Mechanism Design: How to Implement Social Goals, American Economic Review 98 (2008), 567–576.
- Maskin, Eric/Moore, John*: Implementation and Renegotiation, Review of Economic Studies 66 (1999), 39–56.
- Maskin, Eric/Tirole, Jean*: Unforeseen Contingencies and Incomplete Contracts, Review of Economic Studies 66 (1999), 83–114.
- Masuch, Andreas*: Neues Muster für Widerrufsbelehrungen, Neue Juristische Wochenschrift 2008, 1700–1703.
- Mathis, Klaus*: Effizienz statt Gerechtigkeit? Auf der Suche nach den philosophischen Grundlagen der Ökonomischen Analyse des Rechts, 2. Auflage, Berlin 2006.
- Maul, Silja/Muffat-Jeandet, Danièle*: Die EU-Übernahmerichtlinie: Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil I), Aktiengesellschaft 2004, 221–234.
- Maul, Silja/Muffat-Jeandet, Danièle*: Die EU-Übernahmerichtlinie: Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil II), Aktiengesellschaft 2004, 306–318.
- Maultzsch, Felix*: Die Grenzen des Erfüllungsanspruchs aus dogmatischer und ökonomischer Sicht, Archiv für die civilistische Praxis 207 (2007), 530–563.
- Maunz, Theodor/Dürig, Günter* (Hrsg.): Grundgesetz: Kommentar, Loseblatt-Sammlung, München, Stand: 54. Ergänzungslieferung, Januar 2009.
- McAdams, Richard H.*: The Origin, Development, and Regulation of Norms, 96 Michigan Law Review 338–433 (1997).
- McAdams, Richard H.*: A Focal Point Theory of Expressive Law, 86 Virginia Law Review 1649–1729 (2000).
- McAdams, Richard H./Nadler, Janice*: Testing the Focal Point Theory of Legal Compliance: The Effect of Third-Party Expression in an Experimental Hawk/Dove Game, Journal of Empirical Legal Studies 2 (2005), 87–123.
- McAfee, Preston R./McMillan, John*: Search Mechanisms, Journal of Economic Theory 44 (1988), 99–123.
- McAfee, R. Preston/McMillan, John*: Auctions and Bidding, Journal of Economic Literature 25 (1987), 699–738.
- McCabe, Kevin A./Rigdon, Mary L./Smith, Vernon L.*: Positive Reciprocity and Intentions in Trust Games, Journal of Economic Behavior and Organization 52 (2003), 267–275.
- McCahery, Joseph A./Renneboog, Luc/Ritter, Peer/Haller, Sascha*: The Economics of the Proposed European Takeover Directive, in: Ferrarini, Guido/Hopt, Klaus J./Winter, Jaap/Wymeersch, Eddy (Hrsg.), Reforming Company and Takeover Law in Europe, Oxford 2004, S. 575–646.
- McClure, Samuel/Laibson, David I./Loewenstein, George/Cohen, Jonathan D.*: Separate Neural Systems Value Immediate and Delayed Monetary Rewards, Science 306 (2005), 503–509.
- McDonnell, Brett H.*: Shareholder Bylaws, Shareholder Nominations, and Poison Pills, 3 Berkeley Business Law Journal 205–264 (2005).
- McDonnell, Brett H.*: Endogenous Preferences and Welfare Evaluations, 2006, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=933089>.

- McDonnell, Brett H.*: Sticky Defaults and Altering Rules in Corporate Law, 60 SMU Law Review 383–437 (2007).
- McGuire, Timothy W./Kiesler, Sara/Siegel, Jane*: Group and Computer-Mediated Discussion Effects in Risk Decision Making, Journal of Personality and Social Psychology 52 (1987), 917–930.
- McNutt, Patrick*: Public Goods and Club Goods, in: Bouckaert, Boudewijn/Geest, Gerrit De (Hrsg.), Encyclopedia of Law and Economics, Band 1, Cheltenham 2000, S. 927–951.
- Medicus, Dieter*: Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit im Privatrecht, Archiv für die civilistische Praxis 192 (1992), 35–70.
- Medicus, Dieter*: Abschied von der Privatautonomie?, in: Münchener Juristische Gesellschaft (Hrsg.), Einheit und Vielfalt der Rechtsordnung: Festschrift zum 30jährigen Bestehen der Münchener Juristischen Gesellschaft, München 1996, S. 9–25.
- Meier, Stephan/Sprenger, Charles*: Impatience and Credit Behavior: Evidence from a Field Experiment, 2007, erhältlich unter <http://www.bos.frb.org/economic/wp/wp2007/wp0703.pdf>.
- Merkt, Hanno*: Disclosure Rules as a Primary Tool for Fostering Party Autonomy, in: Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang/Weatherill, Stephen (Hrsg.), Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market, Berlin 2001, S. 230–245.
- Merkt, Hanno*: Unternehmenspublizität: Die Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, Tübingen 2001.
- Merkt, Hanno*: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 165 (2001), 224–257.
- Merkt, Hanno*: Der Kapitalschutz in Europa: ein rocher de bronze?, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2004, 305–323.
- Merkt, Hanno*: European Company Law Reform: Struggling for a More Liberal Approach, European Company and Financial Law Review 2004, 3–35.
- Merkt, Hanno*: Das Informationsmodell im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 2006, Sonderheft 55, S. 24–60.
- Merkt, Hanno*: Die Zukunft der privatrechtlichen Forschung im Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2007, 532–541.
- Merkt, Hanno/Binder, Jens-Hinrich*: Änderungen im Übernahmerecht nach Umsetzung der EG-Übernehmerichtlinie: Das deutsche Umsetzungsgesetz und verbleibende Problemfelder, Betriebsberater 2006, 1285–1292.
- Merkt, Hanno/Göthel, Stephan R.*: US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Auflage, Frankfurt 2006.
- Mertens, Bernd*: Gesetzgebungskunst im Zeitalter der Kodifikationen, Tübingen 2004.
- Mertens, Hans-Joachim*: Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten?, Aktiengesellschaft 1990, 252–259.
- Merton, Robert C.*: Theory of Rational Option Pricing, Bell Journal of Economics and Management Science 4 (1973), 141–183.
- Mestmäcker, Ernst-Joachim*: Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre: Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach deutschem Aktienrecht und dem Recht der Corporations in den Vereinigten Staaten, Karlsruhe 1958 (zitiert als *Mestmäcker*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre).

- Mestmäcker, Ernst-Joachim*: Die sichtbare Hand des Rechts: Über das Verhältnis von Rechtsordnung und Wirtschaftssystem, Baden-Baden 1978 (zitiert als *Mestmäcker, Die sichtbare Hand des Rechts*).
- Mestmäcker, Ernst-Joachim*: Über die normative Kraft privatrechtlicher Verträge, in: Mestmäcker, Ernst-Joachim (Hrsg.), *Recht und ökonomisches Gesetz: Über die Grenzen von Staat, Gesellschaft und Privatautonomie*, Baden-Baden 1984, S. 397–413.
- Mestmäcker, Ernst-Joachim*: *A Legal Theory without Law*, Tübingen 2007 (zitiert als *Mestmäcker, A Legal Theory without Law*).
- Meyer, Andreas*: Änderungen im WpÜG durch die Umsetzung der EG-Übernehmerichtlinie, *Wertpapiermitteilungen* 2006, 1135–1144.
- Meza, David de/Webb, David C.*: Incentive Design under Loss Aversion, *Journal of the European Economic Association* 5 (2007), 66–92.
- Micklitz, Hans-Werner*: Zur Notwendigkeit eines neuen Konzepts für die Fortentwicklung des Verbraucherrechts in der EU, *Verbraucher und Recht* 2003, 2–12.
- Mielke, Werner/Nguyen-Viet, Thanh-Mai*: Änderung der Kontrollverhältnisse bei dem Vertragspartner: Zulässigkeit von Change of Control-Klauseln im deutschen Recht, *Der Betrieb* 2004, 2515–2520.
- Milgrom, Paul/Roberts, John*: *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs 1992.
- Miller, George A.*: The Magical Number Seven, Plus or Minus Two: Some Limits on Our Capacity for Processing Information, *Psychological Review* 63 (1956), 81–97.
- Mitchell, Gregory*: Taking Behavioralism Too Seriously? The Unwarranted Pessimism of the New Behavioral Analysis of Law, 43 *William & Mary Law Review* 1907–2021 (2002).
- Mitchell, Gregory*: Why Law and Economics' Perfect Rationality Should Not Be Traded for Behavioral Law and Economics' Equal Incompetence, 91 *Georgetown Law Journal* 67–167 (2002).
- Mitchell, Gregory*: Libertarian Paternalism Is an Oxymoron, 99 *Northwestern University Law Review* 1245–1278 (2005).
- Mitropoulos, Stefan*: *Verbraucherpolitik in der Marktwirtschaft: Konzeptionen und internationale Erfahrungen*, Berlin 1997.
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H.*: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48 (1958), 261–297.
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H.*: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review* 53 (1963), 433–443.
- Möllers, Thomas*: Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts: Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen, *Archiv für die civilistische Praxis* 208 (2008), 1–36.
- Möllers, Thomas*: Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht: Vollharmonisierung, Generalklauseln und soft law im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Mittel zur Etablierung von Standards, *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* 2008, 480–505.
- Moloney, Niamb*: Building a Retail Investment Culture Through Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive, *European Business Organization Law Review* 2005, 341–421.
- Monopolkommission*: *Systemwettbewerb: Sondergutachten der Monopolkommission*, Baden-Baden 1998.

- Morlok, Martin*: Reflexionsdefizite in der deutschen Staatsrechtslehre, *Die Verwaltung* 2007, Beiheft 7, S. 49–77.
- Möschel, Wernhard*: Wettbewerbspolitik aus ordoliberaler Sicht, in: Gamm, Otto-Friedrich von/Raisch, Peter (Hrsg.), *Strafrecht, Unternehmensrecht, Anwaltsrecht: Festschrift für Gerd Pfeiffer zum Abschied aus dem Amt als Präsident des Bundesgerichtshofes*, Köln 1988, S. 707–725.
- Möschel, Wernhard*: The Proper Scope of Government Viewed from an Ordoliberal Perspective: The Example of Competition Policy, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 157 (2001), 3–13.
- Möschel, Wernhard*: Das Spannungsverhältnis zwischen Individualvertrag, Betriebsvereinbarung und Tarifvertrag, *Betriebsberater* 2002, 1314–1317.
- Möschel, Wernhard*: Wirtschaftsverfassung, in: Bork, Reinhard/Hoeren, Thomas/Pohlmann, Petra (Hrsg.), *Recht und Risiko: Festschrift für Helmut Kollhossler*, Band 2, Karlsruhe 2004, S. 473–486.
- Möslein, Florian*: *Grenzen unternehmerischer Leitungsmacht im marktoffenen Verband*, Berlin 2007.
- Mülbert, Peter O.*: *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt: Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht*, 2. Auflage, München 1996.
- Mülbert, Peter O.*: Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1997, 129–172.
- Mülbert, Peter O.*: Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?, in: Ferrarini, Guido/Hopt, Klaus J./Winter, Jaap/Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, S. 711–736.
- Mülbert, Peter O.*: Umsetzungsfragen der Übernahmerrichtlinie: erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften des WpÜG, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2004, 633–642.
- Mülbert, Peter O.*: Marktwertmaximierung als Unternehmensziel der Aktiengesellschaft, in: Crezelius, Georg/Hirte, Heribert/Vieweg, Klaus (Hrsg.), *Festschrift für Volker Röhrich zum 65. Geburtstag: Gesellschaftsrecht, Rechnungslegung, Sportrecht*, Köln 2005, S. 421–441.
- Mülbert, Peter O.*: A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection, *European Business Organization Law Review* 2006, 357–408.
- Mülbert, Peter O.*: Anlegerschutz bei Zertifikaten: Beratungspflichten, Offenlegungspflichten bei Interessenkonflikten und die Änderungen durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), *Wertpapiermitteilungen* 2007, 1149–1163.
- Mülbert, Peter O.*: The Eclipse of Contract Law in the Investment Firm-Client-Relationship: The Impact of the MiFID on the Law of Contract from a German Perspective, in: Ferrarini, Guido/Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford 2007, S. 299–320.
- Mülbert, Peter O.*: Auswirkungen MiFID-Rechtsakte für Vertriebsvergütungen im Effektesgeschäft der Kreditinstitute, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 172 (2008), 170–209.
- Mülbert, Peter O./Birke, Max*: Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot: Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme, *Wertpapiermitteilungen* 2001, 705–718.

- Müllbert, Peter O./Steup, Steffen*: Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität: Das System der Kapitalmarktinformationshaftung nach AnSVG und WpPG mit Ausblick auf die Transparenzrichtlinie, Wertpapiermitteilungen 2005, 1633–1655.
- Müller, Georg*: Elemente einer Rechtssetzungslehre, 2. Auflage, Zürich 2006 (zitiert als *Müller*, Rechtssetzungslehre).
- Müller, Markus*: Systemwettbewerb, Harmonisierung und Wettbewerbsverzerrung: Europa zwischen einem Wettbewerb der Gesetzgeber und vollständiger Harmonisierung, Baden-Baden 2000 (zitiert als *Müller*, Systemwettbewerb).
- Müller, Markus*: Die Umgehung des Rechts des Verbrauchsgüterkaufs im Gebrauchtwagenhandel, Neue Juristische Wochenschrift 2003, 1975–1980.
- Müller, Markus*: Beschränkung der Anfechtung auf „das Gewollte“, Juristische Schulung 2005, 18–20.
- von Münch, Ingo/Kunig, Philip* (Hrsg.): Grundgesetz-Kommentar, Band 1, Präambel bis Art. 19, 5. Auflage, München 2000.
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*:
Band 3, §§ 76–117 AktG, MitbestG, § 76 BetrVG, 2. Auflage, München 2004,
Band 9/1, §§ 327a–327 f AktG, WpÜG, SpruchG, 2. Auflage, München 2004.
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*:
Band 1, Teilband 1, §§ 1–240, 5. Auflage, München 2006,
Band 2, §§ 241–432, 5. Auflage, München 2007,
Band 3, §§ 433–610, 5. Auflage, München 2008,
Band 4, §§ 611–704, 5. Auflage, München 2009,
Band 5, §§ 704–853, 5. Auflage, München 2009.
- Mutter, Stefan*: Das Abfindungs-Cap nach dem Deutschen Corporate Governance Kodex, Aktiengesellschaft 2009, 401–403.
- Myers, David G.*: Psychologie, 2. Auflage, Heidelberg 2008.
- Myers, Robert A.*: Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics 5 (1977), 147–175.
- Nagel, Bernhard*: Das Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen (MgVG), Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2007, 57–59.
- Nelson, Phillip*: Information and Consumer Behavior, Journal of Political Economy 78 (1970), 311–329.
- Ng, Yew-Kwang*: Quasi-Pareto Social Improvements, American Economic Review 74 (1984), 1033–1050.
- Nicita, Antonio/Pagano, Ugo*: Incomplete Contracts and Institutions, in: Backhaus, Jürgen (Hrsg.), The Elgar Companion to Law and Economics, 2. Auflage, Cheltenham 2005, S. 145–161.
- Nicolaysen, Isaschar*: Leitungsermessens und Shareholder Value-Konzept: eine Untersuchung zur aktienrechtlichen Kompatibilität des Shareholder Value-Konzepts, Frankfurt 2001.
- Nikolaus, Max/d'Oleire, Stefan*: Aufklärung über „Kick-backs“ in der Anlageberatung: Anmerkungen zum BGH-Urteil vom 19.12.2006, Wertpapiermitteilungen 2007, 2129–2135.
- Nikoleyczik, Tobias*: Gläubigerschutz zwischen Gesetz und Vertrag: Alternativen zum System eines festen Nennkapitals, Lohmar 2007.

- O'Donoghue, Ted/Rabin, Matthew*: Doing It Now or Later, *American Economic Review* 89 (1999), 103–124.
- O'Donoghue, Ted/Rabin, Matthew*: Incentives and Self Control, in: Blundell, Richard/Newey, Whitney K./Persson, Torsten (Hrsg.), *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications, Ninth World Congress, Band 2*, Cambridge 2006, S. 215–245.
- Ockenfels, Axel*: Fairneß, Reziprozität und Eigennutz, Tübingen 1999.
- Ockenfels, Axel/Weimann, Joachim*: Types and Patterns: an Experimental East-West-German Comparison of Cooperation and Solidarity, *Journal of Public Economics* 71 (1999), 275–287.
- Olshavsky, Richard W.*: Task Complexity and Contingent Processing in Decision Making: A Replication and Extension, *Organizational Behavior and Human Performance* 24 (1979), 300–316.
- Olson, Mancur*: *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge 1965.
- Ossenbühl, Fritz*: Maßhalten mit dem Übermaßverbot, in: Badura, Peter/Scholz, Peter (Hrsg.), *Wege und Verfahren des Verfassungslebens: Festschrift für Peter Lerche zum 65. Geburtstag*, München 1993, S. 151–164.
- Oster, Sharon M./Scott Morton, Fiona M.*: Behavioral Biases Meet the Market: The Case of Magazine Subscription Prices, *B.E. Journal of Economic Analysis & Policy: Advances* 5 (2005), Artikel 1.
- Osterloh, Lerke*: *Gesetzesbindung und Typisierungsspielräume bei der Anwendung der Steuergesetze*, Baden-Baden 1992.
- Ostrom, Elinor*: Policies That Crowd Out Reciprocity and Collective Action, in: Gintis, Herbert/Bowles, Samuel/Boyd, Robert/Fehr, Ernst (Hrsg.), *Moral Sentiments and Material Interests: The Foundations of Cooperation in Economic Life*, Cambridge 2005, S. 253–275.
- Ostrom, Elinor/Burger, Joanna/Field, Christopher B./Norgaard, Richard B./Policansky, David*: Revisiting the Commons: Local Lessons, Global Challenges, *Science* 284 (1999), 278–282.
- Ott, Stephan*: Die Google Buchsuche: Eine massive Urheberrechtsverletzung?, *Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht: Internationaler Teil* 2007, 562–569.
- Paefgen, Walter G.*: *Unternehmerische Entscheidungen und Rechtsbindung der Organe in der AG*, Köln 2002.
- Paefgen, Walter G.*: Zum Zwangsausschluss im neuen Übernahmerecht, *Wertpapiermitteilungen* 2007, 765–771.
- Paefgen, Walter G.*: Der neue übernahmerechtliche Squeeze-out: die bessere Alternative?, in: Aderhold, Lutz/Grunewald, Barbara/Klingberg, Dietgard/Paefgen, Walter G. (Hrsg.), *Festschrift für Harm Peter Westermann zum 70. Geburtstag*, Köln 2008, S. 1221–1256.
- Pagano, M./Volpin, P.F.*: Managers, Workers, and Corporate Control, *Journal of Finance* 60 (2005), 841–868.
- Palandt*: *Bürgerliches Gesetzbuch*, 68. Auflage, München 2009.
- Papier, Hans-Jürgen*: Drittwirkung der Grundrechte, in: Merten, Detlef/Papier, Hans-Jürgen (Hrsg.), *Handbuch der Grundrechte in Deutschland und Europa, Band 2: Grundrechte in Deutschland: Allgemeine Lehren I*, Heidelberg 2006, S. 1331–1360.
- Paredes, Troy A.*: Blinded By the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, *81 Washington University Law Quarterly* 417–485 (2003).

- Parisi, Francesco*: Positive, Normative and Functional Schools in Law and Economics, *European Journal of Law and Economics* 18 (2004), 259–272.
- Parisi, Francesco/Fon, Vincy/Ghei, Nita*: The Value of Waiting in Lawmaking, *European Journal of Law and Economics* 18 (2004), 131–148.
- Park, C. Whan/Jun, Sung Youl/MacInnis, Deborah J.*: Choosing What I Want versus Rejecting What I Do Not Want: An Application of Decision Framing to Product Option Choice Decisions, *Journal of Marketing Research* 37 (2000), 187–202.
- Pawlowski, Hans-Martin*: Rechtsgeschäftliche Folgen nichtiger Willenserklärungen, Göttingen 1966.
- Pawlowski, Hans-Martin*: Allgemeiner Teil des BGB: Grundlehren des bürgerlichen Rechts, 7. Auflage, Heidelberg 2003.
- Payne, John W./Bettman, James R./Johnson, Eric J.*: Behavioral Decision Research: A Constructive Processing Perspective, *Annual Reviews of Psychology* 43 (1992), 87–131.
- Pernice, Ingolf*: Billigkeit und Härteklauseeln im öffentlichen Recht: Grundlagen und Konturen einer Billigkeitskompetenz der Verwaltung, Baden-Baden 1991.
- Phelps, Ruth H./Shanteau, James*: Livestock Judges: How Much Information Can an Expert Use?, *Organizational Behavior and Human Performance* 21 (1978), 209–219.
- Pieroth, Bodo/Schlink, Bernhard*: Grundrechte: Staatsrecht II, 24. Auflage, Heidelberg 2008.
- Pindyck, Robert S./Rubinfeld, Daniel L.*: Microeconomics, 7. Auflage, Upper Saddle River 2008.
- Plott, Charles R./Zeiler, Kathryn*: The Willingness to Pay – Willingness to Accept Gap, the „Endowment Effect,“ Subject Misconceptions, and Experimental Procedures for Eliciting Valuations, *American Economic Review* 95 (2005), 530–545.
- Plott, Charles R./Zeiler, Kathryn*: Exchange Asymmetries Incorrectly Interpreted as Evidence of Endowment Effect Theory and Prospect Theory?, *American Economic Review* 97 (2007), 1449–1466.
- Polinsky, A. Mitchell/Shavell, Steven*: Mandatory versus Voluntary Disclosure of Product Risks, 2006, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=939546>.
- Poscher, Ralf*: Grundrechte als Abwehrrechte: Reflexive Regelung rechtlich geordneter Freiheit, Tübingen 2003.
- Posner, Eric A.*: Law and Social Norms, Cambridge 2000.
- Posner, Eric A.*: Economic Analysis of Contract Law After Three Decades: Success or Failure?, *112 Yale Law Journal* 829–880 (2003).
- Posner, Eric A.*: There Are No Penalty Default Rules in Contract Law, *33 Florida State University Law Review* 563–587 (2006).
- Posner, Richard A.*: The Decline of Law as an Autonomous Discipline: 1962–1987, *100 Harvard Law Review* 761–780 (1987).
- Posner, Richard A.*: Social Norms and the Law: An Economic Approach, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 87 (1997), 365–369.
- Posner, Richard A.*: Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law, *50 Stanford Law Review* 1551–1575 (1998).
- Posner, Richard A.*: Economic Analysis of Law, 7. Auflage, New York 2007.
- Possen, Uri M./Pubakka, Mikko*: Some Aggregate Effects of Heterogeneity in Information Processing, *Bulletin of Economic Research* 49 (1997), 231–252.

- Preis, Ulrich*: Verhältnismäßigkeit und Privatrechtsordnung, in: Hanau, Peter/Heither, Friedrich (Hrsg.), Richterliches Arbeitsrecht: Festschrift für Thomas Dieterich zum 65. Geburtstag, München 1999, S. 429–462.
- Prentice, Robert A.*: Chicago Man, K-T Man, and the Future of Behavioral Law and Economics, 56 *Vanderbilt Law Review* 1663–1777 (2003).
- Priest, George L.*: The Common Law Process and the Selection of Efficient Rules, 6 *Journal of Legal Studies* 65–82 (1977).
- Priest, George L.*: A Theory of the Consumer Product Warranty, 90 *Yale Law Journal* 1297–1352 (1981).
- van Raay, Anne/Meyer-van Raay, Oliver*: Opt-in, Opt-out und (k)ein Ende der Diskussion, *Verbraucher und Recht* 2009, 103–109.
- Rabin, Matthew*: Incorporating Fairness into Game Theory and Economics, *American Economic Review* 83 (1993), 1281–1302.
- Rachlinski, Jeffrey J.*: A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight, 65 *University of Chicago Law Review* 571–625 (1998).
- Rachlinski, Jeffrey J.*: Cognitive Errors, Individual Differences, and Paternalism, 73 *University of Chicago Law Review* 207–229 (2006).
- Rachlinski, Jeffrey J./Jourden, Forest*: Remedies and the Psychology of Ownership, 51 *Vanderbilt Law Review* 1541–1582 (1998).
- Radner, Roy*: Bounded Rationality, Indeterminacy, and the Theory of the Firm, *Economic Journal* 106 (1996), 1360–1373.
- Raiffa, Howard*: *The Art and Science of Negotiation*, Cambridge 1982.
- Raiser, Ludwig*: Vertragsfunktion und Vertragsfreiheit, in: Caemmerer, Ernst von/Friesehahn, Ernst/Lange, Richard (Hrsg.), *Hundert Jahre Deutsches Rechtsleben: Festschrift zum hundertjährigen Bestehen des Deutschen Juristentages 1860–1960*, Band 1, Karlsruhe 1960, S. 101–134.
- Ramsay, Iain*: Consumer Protection, in: Newman, Peter (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Band 1, Houndmills 1998, S. 410–415.
- Ramsay, Iain*: From Truth in Lending to Responsible Lending, in: Howells, Geraint/Janssen, André/Schulze, Reiner (Hrsg.), *Information Rights and Obligations: A Challenge for Party Autonomy and Transactional Fairness*, Hants 2005, S. 47–65.
- Rappaport, Alfred*: *Shareholder Value: Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung*, Stuttgart 1995.
- Rasmusen, Eric/Ayres, Ian*: Mutual and Unilateral Mistake in Contract Law, 22 *Journal of Legal Studies* 309–343 (1993).
- Rasmusen, Eric B.*: Some Common Confusions About Hyperbolic Discounting, 2008, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=1091392>.
- Rasmussen, Robert K.*: Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy, 52 *Texas Law Review* 51–121 (1992).
- Regan, Donald H.*: The Problem of Social Cost Revisited, *Journal of Law and Economics* 15 (1972), 427–437.
- Rehberg, Markus*: *Der Versicherungsabschluss als Informationsproblem: Die Gewährleistung freier Produktwahl in der Privatversicherung*, Baden-Baden 2003.
- Rehberg, Markus*: *Transparenz beim Vertrieb von Finanzprodukten: Das Konzept der Kompensation mangelnder Produkt- durch Statustransparenz vor dem Hintergrund der aktuellen europäischen Rechtsentwicklung*, *Wertpapiermitteilungen* 2005, 1011–1019.

- Rehberg, Markus*: Der staatliche Umgang mit Information: Das europäische Informationsmodell im Lichte von Behavioral Economics, in: Eger, Thomas/Schäfer, Hans-Bernd (Hrsg.), *Ökonomische Analyse der Zivilrechtsentwicklung*, Tübingen 2007, S. 284–354.
- Reich, Norbert*: *Markt und Recht: Theorie und Praxis des Wirtschaftsrechts in der Bundesrepublik Deutschland*, Neuwied 1977.
- Reich, Norbert/Micklitz, Hans-Werner*: *Europäisches Verbraucherrecht*, Baden-Baden 2003.
- Reichhold, Hermann*: *Betriebsverfassung als Sozialprivatrecht: Historisch-dogmatische Grundlagen von 1848 bis zur Gegenwart*, München 1995.
- Reifner, Udo*: Die Deregulierung der Kreditkartenkredite in Deutschland, *Verbraucher und Recht* 2009, 170–176.
- Reimann, Mathias*: Die Propria der Rechtswissenschaft: Anmerkungen zu Wolfgang Ernst und Holger Fleischer, in: Engel, Christoph/Schön, Wolfgang (Hrsg.), *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, Tübingen 2007, S. 87–99.
- Rekaiti, Pamaria/Bergh, Roger Van den*: Cooling-Off Periods in the Consumer Laws of the EC Member States: A Comparative Law and Economics Approach, *Journal of Consumer Policy* 23 (2000), 371–407.
- Remien, Oliver*: *Zwingendes Vertragsrecht und Grundfreiheiten des EG-Vertrags*, Tübingen 2003.
- Remmert, Barbara*: *Verfassungs- und verwaltungsrechtsgeschichtliche Grundlagen des Übermaßverbotes*, Heidelberg 1995.
- Reuter, Dieter*: Freiheitsethik und Privatrecht, in: Bydlinski, Franz/Mayer-Maly, Theo (Hrsg.), *Die ethischen Grundlagen des Privatrechts*, München 1994, S. 105–130.
- Ribstein, Larry E./Kobayashi, Bruce H.*: Choice of Form and Network Externalities, 43 *William & Mary Law Review* 79–140 (2001).
- Richter, Marcel K.*: Revealed Preference Theory, in: Durlauf, Steven N./Blume, Lawrence E. (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Band 7, 2. Auflage, Basingstoke 2008, S. 151–156.
- Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G.*: *Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung*, 3. Auflage, 2003.
- Rieck, Christian*: *Spieltheorie: Eine Einführung*, 8. Auflage, Eschborn 2008.
- Riem, Roger*: Vereinbarte Mitbestimmung und Verhandlungsmandat der Unternehmensleitung, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 171 (2007), 713–730.
- Riesenhuber, Karl/Möslein, Florian*: Contract Governance: Skizze einer Forschungsperspektive, in: Riesenhuber, Karl (Hrsg.), *Perspektiven des Europäischen Schuldvertragsrechts*, Berlin 2008, S. 1–41.
- Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/von Werder, Axel*: *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, 3. Auflage, München 2008.
- Rittner, Fritz*: Das Modell des homo oeconomicus und die Jurisprudenz, *Juristenzeitung* 2005, 668–670.
- Rixen, Stephan*: Das neue Sozialrecht der Arbeitsvermittlung nach der Reform der Bundesanstalt für Arbeit, *Neue Zeitschrift für Sozialrecht* 2002, 466–474.
- Rock, Edward B.*: The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, 79 *Georgetown Law Journal* 445–506 (1991).
- Rockenbach, Bettina*: Fairness Crowded Out by Law: An Experimental Study on Withdrawal Rights, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 163 (2007), 106–108.

- Romano, Roberta*: Metapolitics and Corporate Law Reform, 36 *Stanford Law Review* 923–997 (1984).
- Romano, Roberta*: A Comment on Information Overload, Cognitive Illusions, and Their Implications for Public Policy, 59 *Southern California Law Review* 313–327 (1986).
- Romano, Roberta*: The Political Economy of Takeover Statutes, 73 *Virginia Law Review* 111–199 (1987).
- Romano, Roberta*: A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation, 9 *Yale Journal on Regulation* 119–180 (1992).
- Romano, Roberta*: *The Genius of American Corporate Law*, Washington 1993.
- Ross, Stephen A.*: Options and Efficiency, *Quarterly Journal of Economics* 90 (1976), 75–89.
- Roth, Herbert*: Verzinsungspflichten bei wucherischen und wucherähnlichen Darlehensverträgen, *Zeitschrift für das gesamte Wirtschafts- und Handelsrecht* 153 (1989), 423–445.
- Roth, Tilmann/Loff, Detmar*: Zu den Auswirkungen der Finanzmarktrichtlinie auf Kapitalanlagegesellschaften, *Wertpapiermitteilungen* 2007, 1249–1257.
- Roth, Wulf-Henning*: Europäischer Verbraucherschutz und BGB, *Juristenzeitung* 2001, 475–490.
- Rott, Peter*: Die neue Verbraucherkredit-Richtlinie 2008/48/EG und ihre Auswirkungen auf das deutsche Recht, *Wertpapiermitteilungen* 2008, 1104–1113.
- Rubin, Edward L.*: Legislative Methodology: Some Lessons from the Truth-in-Lending Act, 80 *Georgetown Law Journal* 233–307 (1991).
- Rubin, Paul H.*: Why Is the Common Law Efficient?, 6 *Journal of Legal Studies* 51–63 (1977).
- Rubinstein, Ariel*: A Theorist's View of Experiments, *European Economic Review* 45 (2001), 615–628.
- Rubinstein, Ariel*: Dilemmas of an Economic Theorist, *Econometrica* 74 (2006), 865–883.
- Rubinstein, Ariel*: Discussion of „Behavioral Economics“, in: Blundell, Richard/Newey, Whitney K./Persson, Torsten (Hrsg.), *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications*, Ninth World Congress, Band 2, Cambridge 2006, S. 246–254.
- Rückert, Joachim*: Zur Legitimation der Vertragsfreiheit im 19. Jahrhundert, in: Klippel, Diethelm (Hrsg.), *Naturrecht im 19. Jahrhundert: Kontinuität, Inhalt, Funktion, Wirkung*, Goldbach 1997, S. 135–183.
- Ruffert, Matthias*: *Vorrang der Verfassung und Eigenständigkeit des Privatrechts: Eine verfassungsrechtliche Untersuchung zur Privatrechtswirkung des Grundgesetzes*, Tübingen 2001.
- Ruffner, Markus*: *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, Zürich 2000.
- Russell, Thomas/Thaler, Richard*: The Relevance of Quasi Rationality in Competitive Markets, *American Economic Review* 75 (1985), 1071–1082.
- Russell, Thomas/Thaler, Richard*: The Relevance of Quasi Rationality in Competitive Markets: Reply, *American Economic Review* 77 (1987), 499–501.
- Sachs, Michael* (Hrsg.): *Grundgesetz: Kommentar*, 5. Auflage, München 2009.
- Salanié, Bernard*: *The Economics of Contracts: A Primer*, 2. Auflage, Cambridge 2005.
- Samuelson, Paul A.*: A Note on Measurement of Utility, *Review of Economic Studies* 4 (1937), 155–161.

- Samuelson, Paul A.*: The Pure Theory of Public Expenditure, *Review of Economics and Statistics* 36 (1954), 387–389.
- Samuelson, Paul A.*: Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, *Industrial Management Review* 6 (2) (1965), 41–49.
- Samuelson, William/Zeckhauser, Richard*: Status Quo Bias in Decision Making, *Journal of Risk and Uncertainty* 1 (1988), 7–59.
- Sandberger, Christoph*: Die EU-Prospektrichtlinie: Europäischer Pass für Emittenten, *Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht* 2004, 297–303.
- Sandner, Kai J.*: Behavioral Contract Theory: Einfluss sozialer Präferenzen auf die Steuerung dezentraler Organisationseinheiten, Berlin 2008.
- Sarver, Todd*: Anticipating Regret: Why Fewer Options May Be Better, *Econometrica* 76 (2008), 263–305.
- Schack, Haimo*: Einführung in das US-amerikanische Zivilprozessrecht, 3. Auflage, München 2003.
- Schaefer, Franz W./Eichner, Christian*: Abwehrmöglichkeiten des Vorstands von börsennotierten Aktiengesellschaften bei feindlichen Übernahmeversuchen: ein Rechtsvergleich zwischen Deutschland und den USA, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2003, 150–155.
- Schäfer, Frank A.*: Sind die §§ 31 ff. WpHG n.F. Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB?, *Wertpapiermitteilungen* 2007, 1872–1879.
- Schäfer, Hans-Bernd*: Grenzen des Verbraucherschutzes und adverse Effekte des Europäischen Verbraucherrechts, in: Grundmann, Stefan (Hrsg.), *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts*, Tübingen 2000, S. 559–568.
- Schäfer, Hans-Bernd/Ott, Claus*: Die ökonomische Analyse des Rechts: Irrweg oder Chance wissenschaftlicher Rechtserkenntnis?, *Juristenzeitung* 1988, 213–223.
- Schäfer, Hans-Bernd/Ott, Claus*: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Auflage, Berlin 2005.
- Schanz, Kay-Michael*: Verteidigungsmechanismen gegen feindliche Übernahmen nach Umsetzung der Übernahmerrichtlinie im deutschen Recht, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2007, 927–932.
- Schelling, Thomas C.*: *The Strategy of Conflict*, Cambridge 1960.
- Schiek, Dagmar*: *Europäisches Arbeitsrecht*, 3. Auflage, Baden-Baden 2007.
- Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen* (Hrsg.): *Bankrechts-Handbuch*, Band 2, 3. Auflage, München 2007.
- Schirmbacher, Martin*: Verbrauchervertriebsrecht: Die Vereinheitlichung der Vorschriften über Haustürgeschäfte, Fernabsatzverträge und Verträge im elektronischen Geschäftsverkehr, Baden-Baden 2005.
- Schirmbacher, Martin*: Musterhafte Widerrufsbelehrung: Neuerungen und kein Ende, *Betriebsberater* 2009, 1088–1093.
- Schlaich, Klaus/Korioth, Stefan*: *Das Bundesverfassungsgericht: Stellung, Verfahren, Entscheidungen*, 7. Auflage, München 2007.
- Schlitt, Michael/Schäfer, Susanne*: Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emmissionen, *Aktiengesellschaft* 2005, 498–511.
- Schmidt-Aßmann, Eberhard*: Verwaltungsorganisationsrecht als Steuerungsressource: Einleitende Problemskizze, in: Schmidt-Aßmann, Eberhard/Hoffmann-Riem, Wolfgang (Hrsg.), *Verwaltungsorganisationsrecht als Steuerungsressource*, Baden-Baden 1997, S. 9–63.

- Schmidt-Rimpler, Walter*: Grundfragen einer Erneuerung des Vertragsrechts, *Archiv für die civilistische Praxis* 147 (1947), 130–197.
- Schmidt-Salzer*: Vertragsfreiheit und Verfassungsrecht, *Neue Juristische Wochenschrift* 1970, 8–15.
- Schmidt, Karsten*: Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, Köln 2002.
- Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus* (Hrsg.): Aktiengesetz: Kommentar, Band 1, §§ 1–149, München 2008.
- Schmidt, Reinhard H./Spindler, Gerald*: Shareholder-Value zwischen Ökonomie und Recht, in: Assmann, Heinz-Dieter/Brinkmann, Tomas/Gounalakis, Georgios/Kohl, Helmut/Walz, Rainer (Hrsg.), *Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie: Freundesgabe für Friedrich Kübler zum 65. Geburtstag*, Heidelberg 1997, S. 515–555.
- Schmidt, Reinhard H./Weiß, Marco*: Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragestellungen, in: Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus J./Werder, Axel von (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, Köln 2003, S. 107–127.
- Schmies, Christian*: Behavioral Finance und Finanzmarktregulierung, in: Engel, Christoph/Englerth, Markus/Lüdemann, Jörn/Spiecker gen. Döhm, Indra (Hrsg.), *Recht und Verhalten*, Tübingen 2007, S. 165–188.
- Schmolke, Klaus Ulrich*: Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht: eine Zwischenbilanz, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2005, 912–919.
- Schmolke, Klaus Ulrich*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance: Traditionelle Investoren vs. Hedgefonds, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2007, 701–744.
- Schmolke, Klaus Ulrich*: Kostentransparenz im Investmentrecht und Behavioral Law & Economics: Zur Novellierung des § 41 InvG durch das Investmentänderungsgesetz, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2007, 454–464.
- Schneider, Hans*: Gesetzgebung: Ein Lehr- und Handbuch, Heidelberg 2002.
- Schnorbus, York*: Die prospektfreie Platzierung von Wertpapieren nach dem WpPG, *Aktiengesellschaft* 2008, 389–410.
- Schön, Wolfgang*: Corporate Disclosure in a Competitive Environment: The Quest for a European Framework on Mandatory Disclosure, *Journal of Corporate Law Studies* 6 (2006), 259–298.
- Schön, Wolfgang*: Quellenforscher und Pragmatiker: Ein Schlusswort, in: Engel, Christoph/Schön, Wolfgang (Hrsg.), *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, Tübingen 2007, S. 313–321.
- Schön, Wolfgang*: Zwingendes Recht oder informierte Entscheidung: zu einer (neuen) Grundlage unserer Zivilrechtsordnung, in: Heldrich, Andreas/Prölss, Jürgen/Koller, Ingo (Hrsg.), *Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag: Band 1*, München 2007, S. 1191–1211.
- Schönpflug, Wolfgang*: Geschichte und Systematik der Psychologie: Ein Lehrbuch für das Grundstudium, 2. Auflage, Weinheim 2004.
- Schreckenberger, Waldemar/Merten, Detlef* (Hrsg.): Grundfragen der Gesetzgebungslehre, Berlin 2000.
- Schricker, Gerhard* (Hrsg.): Urheberrecht: Kommentar, 3. Auflage, München 2006.
- Schröder, Oliver*: Unternehmenspublizität und Kapitalmärkte: Eine rechtsvergleichende Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung der ökonomischen Analyse des Rechts, Baden-Baden 2002.

- Schubert, Renate/Brown, Martin/Gysler, Matthias/Brachinger, Hans Wolfgang*: Financial Decision-Making: Are Women Really More Risk-Averse?, *American Economic Review: Papers & Proceedings* 89 (1999), 381–385.
- Schulze-Fielitz, Helmuth*: Gesetzgebungslehre als Soziologie der Gesetzgebung, in: Dreier, Horst (Hrsg.), *Rechtssoziologie am Ende des 20. Jahrhunderts: Gedächtnissymposium für Edgar Michael Wenz*, Tübingen 2000, S. 156–179.
- Schulze-Fielitz, Helmuth*: Wege, Umwege oder Holzwege zu besserer Gesetzgebung durch sachverständige Beratung, Begründung, Folgenabschätzung oder Wirkungskontrolle?, *Juristenzeitung* 2004, 862–871.
- Schulze-Fielitz, Helmuth*: Zwanzig Jahre „Zeitschrift für Gesetzgebung“ als Seismograph der Gesetzgebungslehre in Deutschland, *Zeitschrift für Gesetzgebung* 2006, 208–226.
- Schumann, Eva*: Der praktische Fall: Bürgerliches Recht: Singvögel oder van Gogh, *Juristische Schulung* 1999, 977–980.
- Schuppert, Gunnar Folke*: Verwaltungsrechtswissenschaft als Steuerungswissenschaft. Zur Steuerung des Verwaltungshandelns durch Verwaltungsrecht, in: Hoffmann-Riem, Wolfgang/Schmidt-Aßmann, Eberhard/Schuppert, Gunnar Folke (Hrsg.), *Reform des Allgemeinen Verwaltungshandelns: Grundfragen*, Baden-Baden 1993, S. 65–114.
- Schuppert, Gunnar Folke*: Gute Gesetzgebung: Bausteine einer kritischen Gesetzgebungslehre, *Zeitschrift für Gesetzgebung* 2003, Sonderheft, S. 1–102.
- Schuppert, Gunnar Folke*: Verwaltungsrecht und Verwaltungsrechtswissenschaft im Wandel: Von Planung über Steuerung zu Governance?, *Archiv des öffentlichen Rechts* 133 (2008), 79–106.
- Schwabe, Jürgen*: Bundesverfassungsgericht und „Drittwirkung“ der Grundrechte, *Archiv des öffentlichen Rechts* 100 (1975), 442–470.
- Schwabe, Jürgen*: Grundrechte und Privatrecht, *Archiv des öffentlichen Rechts* 185 (1985), 1–8.
- Schwarcz, Steven L.*: Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity, *2004 University of Illinois Law Review* 1–37.
- Schwark, Eberhard* (Hrsg.): *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 3. Auflage, München 2004.
- Schwartz, Alan*: Proposals for Products Liability Reform: A Theoretical Synthesis, *97 Yale Law Journal* 357–419 (1988).
- Schwartz, Alan*: Legal Contract Theories and Incomplete Contracts, in: Werin, Lars/Wijkander, Hans (Hrsg.), *Contract Economics*, Oxford 1992, S. 76–108.
- Schwartz, Alan*: The Default Rule Paradigm and the Limits of Contract Law, *3 Southern California Interdisciplinary Law Journal* 389–419 (1993).
- Schwartz, Alan*: Legal Implications of Imperfect Information in Consumer Markets, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 151 (1995), 31–48.
- Schwartz, Alan*: The Normative Implications of Transaction Cost Economics, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 152 (1996), 287–294.
- Schwartz, Alan*: A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy, *107 Yale Law Journal* 1807–1851 (1998).
- Schwartz, Alan*: How Much Irrationality Does the Market Permit?, *37 Journal of Legal Studies* 131–159 (2008).
- Schwartz, Alan/Scott, Robert E.*: Contract Theory and the Limits of Contract Law, *113 Yale Law Journal* 541–619 (2004).

- Schwartz, Alan/Wilde, Louis L.*: Intervening in Markets on the Basis of Imperfect Information: A Legal and Economic Analysis, 127 *University of Pennsylvania Law Review* 630–682 (1979).
- Schweizer, Urs*: Vertragstheorie, Tübingen 1999.
- Schwetzer, Bernhard/Sperling, Marco O.*: Die Entflechtung der Deutschland AG, Die Aktiengesellschaft: Report 2008, R468–R470.
- Schwintowski, Hans-Peter*: Transparenz und Verständlichkeit, in: Basedow, Jürgen/Meyer, Ulrich/Rückle, Dieter/Schwintowski, Hans-Peter (Hrsg.), Transparenz und Verständlichkeit, Baden-Baden 2000, S. 87–157.
- Schwintowski, Hans-Peter*: Contractual Rules Concerning the Marketing of Goods and Services: Requirements of Form and Content versus Private Autonomy, in: Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang/Weatherill, Stephen (Hrsg.), Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market, Berlin 2001, S. 331–347.
- Scott, Robert E.*: The Limits of Behavioral Theories of Law and Social Norms, 86 *Virginia Law Review* 1603–1647 (2000).
- Scott, Robert E./Triantis, George C.*: Embedded Options and the Case Against Compensation in Contract Law, 104 *Columbia Law Review* 1428–1491 (2004).
- Sechrest, Lee B./Bootzin, Richard B.*: Psychology and Inferences about Public Policy, *Psychology, Public Policy, and Law* 2 (1996), 377–293.
- Seibt, Christoph H./Heiser, Kristian J.*: Analyse der EU-Übernehmerichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmerechts, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2005, 200–251.
- Seibt, Christoph H./Heiser, Kristian J.*: Analyse des Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf), *Aktiengesellschaft* 2006, 301–320.
- Seitz, Jochen*: Das neue Wertpapierprospektrecht: Auswirkungen auf die Emission von Schuldverschreibungen, *Aktiengesellschaft* 2005, 678–689.
- Selten, Reinhard*: Bounded Rationality, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 146 (1990), 649–658.
- Semler, Johannes*: Rechtsvorgabe und Realität der Organzusammenarbeit in der Aktiengesellschaft, in: Schneider, Uwe H./Hommelhoff, Peter/Schmidt, Karsten u.a. (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag: Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Köln 2000, S. 721–734.
- Sethe, Rolf*: Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Köln 2005.
- Sethe, Rolf/Winzer, Katharina*: Der Umzug von Gesellschaften in Europa nach dem Cartesio-Urteil, *Wertpapiermitteilungen* 2009, 536–540.
- Seyfried, Thorsten*: Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID): Neuordnung der Wohlverhaltensregeln, *Wertpapiermitteilungen* 2006, 1375–1383.
- Shapiro, Jesse M.*: Is There a Daily Discount Rate? Evidence from the Food Stamp Nutrition Cycle, *Journal of Public Economics* 89 (2005), 303–325.
- Shavell, Steven*: *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge 2004.
- Shefrin, Hersb/Statman, Meir*: The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *Journal of Finance* 40 (1985), 777–790.
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.*: Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments, *Journal of Financial Economics* 25 (1989), 123–139.
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.*: A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52 (1997), 737–783.
- Siems, Mathias*: Die Konvergenz der Rechtssystem im Recht der Aktionäre, Tübingen 2005.

- Siems, Mathias*: Die neue Verbraucherkreditrichtlinie und ihre Folgen, Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2008, 454–458.
- Siems, Mathias*: Statistische Rechtsvergleichung, *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* 72 (2008), 354–390.
- Siems, Mathias/Lele, Priya P.*: Der Schutz von Aktionären im Rechtsvergleich: Eine leximetrische und ökonometrische Untersuchung, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 173 (2009), 119–141.
- Simon, Andrew F./Fagley, N. S./Halleran, Jennifer G.*: Decision Framing: Moderating Effects of Individual Differences and Cognitive Processing, *Journal of Behavioral Decision Making* 17 (2004), 77–93.
- Simon, Herbert A.*: A Behavioral Model of Rational Choice, *Quarterly Journal of Economics* 69 (1955), 99–118.
- Simon, Herbert A.*: Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science, *American Economic Review* 49 (1959), 253–283.
- Simon, Herbert A.*: *Models of Thought*, Band 1, New Haven 1979.
- Simonsohn, Uri/Ariely, Dan*: When Rational Sellers Face Nonrational Buyers: Evidence from Herding on eBay, *Management Science* 54 (2008), 1624–1637.
- Siol, Joachim*: Beratungs- und Aufklärungspflichten der Discount Broker, in: Horn, Norbert/Lwowski, Hans-Jürgen/Nobbe, Gerd (Hrsg.), *Bankrecht: Schwerpunkte und Perspektiven: Festschrift für Herbert Schimansky*, Köln 1999, S. 781–792.
- Sitkoff, Robert H.*: Corporate Political Speech, Political Extortion, and the Competition for Corporate Charters, 69 *University of Chicago Law Review* 1103–1166 (2002).
- Sloof, Randolph/Oosterbeek, Hessel/Sonnemans, Joep*: On the Importance of Default Breach Remedies, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 163 (2007), 5–22.
- Slovic, Paul*: The Construction of Preferences, *American Psychologist* 50 (1995), 364–371.
- Smith, Adam*: *The Wealth of Nations*, Chicago 1976, erstmalig 1776 erschienen, Nachdruck der Cannan-Ausgabe 1904.
- Smith, Clifford W.*: The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview, in: Smith, Clifford W. (Hrsg.), *The Modern Theory of Corporate Finance*, 2. Auflage, New York 1990, S. 3–24.
- Smith, Janet K./Smith, Richard L.*: Contract Law, Mutual Mistake, and Incentives to Produce and Disclose Information, 19 *Journal of Legal Studies* 467–488 (1990).
- Smith, Vernon L.*: An Experimental Study of Competitive Market Behavior, *Journal of Political Economy* 70 (1962), 111–137.
- Smith, Vernon L.*: Microeconomic Systems as an Experimental Science, *American Economic Review* 72 (1982), 932–955.
- Smith, Vernon L.*: Constructivist and Ecological Rationality in Economics, *American Economic Review* 93 (2003), 465–508.
- Smith, Vernon L.*: Experimental Methods in Economics, Band 3, in: Durlauf, Steven N./Blume, Lawrence E. (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2. Auflage, Basingstoke 2008, S. 163–172.
- Soergel, Hans Theodor*: *Bürgerliches Gesetzbuch: Kommentar*, Band 2, §§ 104–240, 13. Auflage, Stuttgart 1999.
- Söllner, Fritz*: *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*, 2. Auflage, Berlin 2001.
- Soon, Chun Siong/Brass, Marcel/Heinze, Hans-Jochen/Haynes, John-Dylan*: Unconscious Determinants of Free Decisions in the Human Brain, *Nature Neuroscience* 11 (2008), 543–545.

- Sovern, Jeff*: Toward a New Model of Consumer Protection: The Problem of Inflated Transaction Costs, 47 William & Mary Law Review 1635–1709 (2006).
- Spamann, Holger*: „Law and Finance“ Revisited, 2008, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=1095526>.
- Spence, A. Michael*: Job Market Signaling, Quarterly Journal of Economics 87 (1973), 355–374.
- Spence, A. Michael*: Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes, Cambridge 1974.
- Spiecker gen. Döbmann, Indra*: Das Verwaltungsrecht zwischen klassischem dogmatischem Verständnis und steuerungswissenschaftlichem Anspruch, Deutsches Verwaltungsblatt 2007, 1074–1083.
- Spiegler, Ran*: The Market for Quacks, Review of Economic Studies 73 (2006), 1113–1131.
- Spier, Kathryn E.*: Incomplete Contracts and Signalling, RAND Journal of Economics 23 (1992), 432–443.
- Spieß, Primin*: Zur Einschränkung der Irrtumsanfechtung, Juristenzeitung 1985, 593–602.
- Spindler, Gerald*: Deregulierung des Aktienrechts?, Aktiengesellschaft 1998, 53–74.
- Spindler, Gerald*: Der Gläubigerschutz zwischen Gesellschafts- und Insolvenzrecht, Juristen-Zeitung 2006, 839–850.
- Spindler, Gerald*: Die Entwicklung der Satzungsfreiheit und Satzungsstrenge im deutschen Aktienrecht, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band 2: Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 995–1026.
- Spindler, Gerald*: Vergütung für Vorstandsmitglieder: juristische und ökonomische Perspektiven, Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft 2007, 134–139.
- Spindler, Gerald/Kasten, Roman A.*: Der neue Rechtsrahmen für den Finanzdienstleistungssektor: die MiFID und ihre Umsetzung, Teil 1, Wertpapiermitteilungen 2006, 1749–1756.
- Spindler, Gerald/Kasten, Roman A.*: Der neue Rechtsrahmen für den Finanzdienstleistungssektor: die MiFID und ihre Umsetzung, Teil 2, Wertpapiermitteilungen 2006, 1797–1804.
- Spindler, Gerald/Kasten, Roman A.*: Organisationsverpflichtungen nach der MiFID und ihre Umsetzung, Aktiengesellschaft 2006, 785–792.
- Spindler, Gerald/Kasten, Roman A.*: Änderungen des WpHG durch das Finanzmarkt-richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), Wertpapiermitteilungen 2007, 1245–1249.
- Spindler, Gerald/Klöhn, Lars*: Korreferat zu Markus Rehberg, in: Eger, Thomas/Schäfer, Hans-Bernd (Hrsg.), Ökonomische Analyse der europäischen Zivilrechtsentwicklung, Tübingen 2007, S. 355–365.
- Stanovich, Keith E./West, Richard F.*: Individual Differences in Reasoning: Implications for the Rationality Debate?, Behavioral and Brain Sciences 23 (2000), 645–726.
- Staudenmayer, Dirk*: Ein optionelles Instrument im Europäischen Vertragsrecht?, Zeitschrift für Europäisches Privatrecht 2003, 828–846.
- Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*:
§§ 90–133 BGB, Berlin 2004,
§§ 1–54, 63 BeurkG, Berlin 2004,
§§ 134–163, Berlin 2003,
§§ 305–310, Berlin 2006,
§§ 311–312 f, Berlin 2005,
§§ 491–507, Berlin 2004.

- Stein, Jeremy C.*: Takeover Threats and Managerial Myopia, *Journal of Political Economy* 96 (1988), 61–80.
- Stein, Jeremy C.*: Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, *Quarterly Journal of Economics* 104 (1989), 655–669.
- Steinmeyer, Roland/Häger, Michael* (Hrsg.): WpÜG: Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz: Kommentar, 2. Auflage, Berlin 2007.
- Stern, Klaus*: Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Band III/1: Allgemeine Lehren der Grundrechte, München 1988 (zitiert als *Stern*, Staatsrecht, Band III/1).
- Stern, Klaus*: Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Band III/2: Allgemeine Lehren der Grundrechte, München 1994 (zitiert als *Stern*, Staatsrecht, Band III/2).
- Stern, Klaus*: Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Band IV/1: Die einzelnen Grundrechte, München 2006 (zitiert als *Stern*, Staatsrecht, Band IV/1).
- Stigler, George J.*: The Economics of Information, *Journal of Political Economy* 69 (1961), 213–225.
- Stigler, George J./Becker, Gary S.*: De Gustibus Non Est Disputandum, *American Economic Review* 67 (1977), 76–90.
- Stiglitz, Joseph E.*: The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics, *Quarterly Journal of Economics* 115 (2000), 1441–1478.
- Stout, Lynn A.*: Bad and Not-so-bad Arguments for Shareholder Primacy, 75 *Southern California Law Review* 1189–1209 (2002).
- Strack, Fritz/Mussweiler, Thomas*: Explaining the Enigmatic Anchoring Effect: Mechanisms of Selective Accessibility, *Journal of Personality and Social Psychology* 73 (1997), 437–446.
- Straffin, Philip D.*: *Game Theory and Strategy*, Washington 1993.
- Stremitzer, Alexander*: Opportunistic Termination, 2008, erhältlich unter <http://ssrn.com/abstract=989557>.
- Stürner, Michael*: Risikoauslagerung und Informationen in der kompetitiven Marktgesellschaft: Einige Bemerkungen zu systemimmanenten Schwächen des Informationsmodells, in: Heldrich, Andreas/Prölss, Jürgen/Koller, Ingo (Hrsg.), *Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag: Band 1*, München 2007, S. 1489–1501.
- Sunstein, Cass R.*: Legal Interference with Private Preferences, 53 *University of Chicago Law Review* 1129–1174 (1986).
- Sunstein, Cass R.*: On the Expressive Function of Law, 144 *University of Pennsylvania Law Review* 2021–2053 (1996).
- Sunstein, Cass R.*: Behavioral Analysis of Law, 64 *University of Chicago Law Review* 1175–1195 (1997).
- Sunstein, Cass R.* (Hrsg.): *Behavioral Law and Economics*, Cambridge 2000.
- Sunstein, Cass R.*: Switching the Default Rule, 77 *New York University Law Review* 106–134 (2002).
- Sunstein, Cass R.*: What's Available? Social Influences and Behavioral Economics, 97 *Northwestern University Law Review* 1295–1314 (2003).
- Sunstein, Cass R.*: Boundedly Rational Borrowing, 73 *University of Chicago Law Review* 249–270 (2006).
- Sunstein, Cass R./Thaler, Richard H.*: Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron, 70 *University of Chicago Law Review* 1159–1202 (2003).
- Sutter, Matthias*: Are Teams Prone to Myopic Loss Aversion? An Experimental Study on Individual Versus Team Investment Behavior, *Economics Letters* 97 (2007), 128–132.

- Svenson, Ola*: Are We All Less Risky and More Skillful than Our Fellow Drivers?, *Acta Psychologica* 47 (1981), 143–148.
- Sydsæter, Knut/Hammond, Peter J.*: Essential Mathematics for Economic Analysis, 3. Auflage, Harlow 2008.
- Tamanaha, Brian Z.*: Law as a Means to an End: Threat to the Rule of Law, Cambridge 2006.
- Tauke, Dale B.*: Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate over Corporate Bondholder Rights, 1989 *Columbia Business Law Review* 1–136.
- Teichmann, Christoph*: Das VW-Urteil des EuGH und seine Folgen, *Betriebsberater* 2007, 2577–2582.
- Teichmann, Christoph*: Gestaltungsfreiheit in Mitbestimmungsvereinbarungen, *Aktiengesellschaft* 2008, 797–817.
- Thal, Spencer Nathan*: The Inequality of Bargaining Power Doctrine: The Problem of Defining Contractual Unfairness, 8 *Oxford Journal of Legal Studies* 17–33 (1988).
- Thaler, Richard*: Some Empirical Evidence on Dynamic Inconsistency, *Economics Letters* 8 (1981), 201–207.
- Thaler, Richard H./Benartzi, Shlomo*: Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving, *Journal of Political Economy* 112 (2004), S. 164–187.
- Thaler, Richard H./Sunstein, Cass R.*: Behavioral Economics, Public Policy, and Paternalism, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 93 (2003), 175–179.
- Thomas, Charles J./Wilson, Bart J.*: A Comparison of Auctions and Multilateral Negotiations, *RAND Journal of Economics* 33 (2002), 140–155.
- Timmermans, Danielle*: The Impact of Task Complexity on Information Use in Multi-Attribute Decision Making, *Journal of Behavioral Decision Making* 6 (1993), 95–111.
- Tirole, Jean*: The Theory of Industrial Organization, Cambridge 1988 (zitiert als *Tirole, Industrial Organization*).
- Tirole, Jean*: Incomplete Contracts: Where Do We Stand?, *Econometrica* 67 (1999), 741–781.
- Tirole, Jean*: Corporate Governance, *Econometrica* 69 (2001), 1–35.
- Tirole, Jean*: The Theory of Corporate Finance, Princeton 2006 (zitiert als *Tirole, Corporate Finance*).
- Tödtmann, Ulrich/Schauer, Michael*: Der Corporate Governance Kodex zieht scharf, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2009, 995–1000.
- Tonner, Klaus/Tamm, Marina*: Der Vorschlag einer Richtlinie über Rechte der Verbraucher und seine Auswirkungen auf das nationale Verbraucherrecht, *Juristenzeitung* 2009, 277–290.
- Tor, Avishalom*: On Contractual Defaults and Experimental Law and Economics, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 163 (2007), 26–29.
- Towfigh, Emanuel*: Komplexität und Normenklarheit – oder: Gesetze sind für Juristen gemacht, *Der Staat* 2009, 29–73.
- Tröger, Tobias*: Treupflicht im Konzernrecht, Köln 2000.
- Tröger, Tobias*: Unternehmensübernahmen im deutschen Recht (II): Übernahmeangebote, Pflichtangebot, Squeeze Out, *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht* 2002, 397–407.
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel*: Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability, *Cognitive Psychology* 5 (1973), 207–232.
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel*: Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science* 185 (1974), 1124–1131.

- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel*: The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, *Science* 211 (1981), 453–458.
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel*: Rational Choice and the Framing of Decisions, *Journal of Business* 59 (1986), S251–S278.
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel*: Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model, *Quarterly Journal of Economics* 106 (1991), 1039–1061.
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel*: Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty* 5 (1992), 297–323.
- Tversky, Amos/Thaler, Richard H.*: Anomalies: Preference Reversals, *Journal of Economic Perspectives* 4 (2) (1990), 201–211.
- Tyler, Tom Richard*: *Why People Obey the Law*, New Haven 1990.
- Tyran, Jean-Robert/Feld, Lars P.*: Achieving Compliance when Legal Sanctions are Non-deterrent, *Scandinavian Journal of Economics* 108 (2006), 135–156.
- Ulen, Thomas S.*: Information in the Market Economy: Cognitive Errors and Legal Correctives, in: Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang/Weatherill, Stephen (Hrsg.), *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, Berlin 2001, S. 98–129.
- Ulmer, Peter*: Aktienrecht im Wandel: Entwicklungslinien und Diskussionsschwerpunkte, *Archiv für die civilistische Praxis* 202 (2002), 143–178.
- Umbach, Dieter C./Clemens, Thomas* (Hrsg.): *Grundgesetz: Mitarbeiterkommentar und Handbuch*, Band 1, Heidelberg 2002.
- Unberath, Hannes/Czipuka, Johannes*: Dispositives Recht welchen Inhalts? Antworten der ökonomischen Analyse des Rechts, *Archiv für die civilistische Praxis* 209 (2009), 37–83.
- Vany, Arthur de*: Institutions for Stochastic Markets, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 143 (1987), 91–103.
- Varian, Hal R.*: *Intermediate Microeconomics: A Modern Approach*, 6. Auflage, New York 2006.
- Veil, Rüdiger*: Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 167 (2003), 365–402.
- Veil, Rüdiger*: Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2006, 162–171.
- Veil, Rüdiger*: Anlageberatung im Zeitalter der MiFID: Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung, *Wertpapiermitteilungen* 2007, 1821–1827.
- Veil, Rüdiger*: Vermögensverwaltung und Anlageberatung im neuen Wertpapierhandelsrecht: eine behutsame Reform der Wohlverhaltensregeln?, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2008, 34–42.
- Viscusi, W. Kip*: Individual Rationality, Hazard Warnings, and the Foundations of Tort Law, *48 Rutgers Law Review* 625–671 (1996).
- Graf Vitzthum, Wolfgang*: Der funktionale Anwendungsbereich der Grundrechte, in: Merten, Detlef/Papier, Hans-Jürgen (Hrsg.), *Handbuch der Grundrechte in Deutschland und Europa*, Band 2: Grundrechte in Deutschland: Allgemeine Lehren I, Heidelberg 2006, S. 1079–1127.
- Vogel, Christian*: *Vom Anlegerschutz zum Verbraucherschutz: Informationspflichten im europäischen Kapitalmarkt-, Anlegerschutz- und Verbraucherschutzrecht*, Baden-Baden 2005.

- Voßkuhle, Andreas*: Methode und Pragmatik des Öffentlichen Rechts: Vorüberlegungen zu einem differenziert-integrativen Methodenverständnis am Beispiel des Umweltrechts, in: Bauer, Hartmut/Czybulka, Detlef/Kahl, Wolfgang/Voßkuhle, Andreas (Hrsg.), *Umwelt, Wirtschaft und Recht: Wissenschaftliches Symposium aus Anlaß des 65. Geburtstages von Reiner Schmidt*, Tübingen 2002, S. 172–195.
- Voßkuhle, Andreas*: Neue Verwaltungsrechtswissenschaft, in: Hoffmann-Riem, Wolfgang/Schmidt-Aßmann, Eberhard/Voßkuhle, Andreas (Hrsg.), *Grundlagen des Verwaltungsrechts: Band 1*, München 2006, S. 1–61.
- Wachter, Michael L.*: Takeover Defense When Financial Markets are (Only) Relatively Efficient, 151 *University of Pennsylvania Law Review* 787–824 (2003).
- Wackerbarth, Ulrich*: Von golden shares und poison pills: Waffengleichheit bei internationalen Übernahmeangeboten, *Wertpapiermitteilungen* 2001, 1741–1753.
- Wagner-von Papp, Florian*: Marktinformationsverfahren: Grenzen der Information im Wettbewerb, Baden-Baden 2004.
- Wagner-von Papp, Florian*: Die privatautonome Beschränkung der Privatautonomie: Gewillkürte Formerfordernisse und Sperrverträge in Spielbanken als Ausprägungen des Freiheitsparadoxons, *Archiv für die civilistische Praxis* 205 (2005), 342–385.
- Wagner, Gerhard*: Prävention und Verhaltenssteuerung durch Privatrecht: Anmaßung oder legitime Aufgabe?, *Archiv für die civilistische Praxis* 206 (2006), 352–476.
- Wagner, Gerhard*: Entwicklungstendenzen und Forschungsperspektiven im Zivilprozess- und Insolvenzrecht, *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* 2008, 6–31.
- Wagner, Gerhard*: Heuristiken und Urteilsverzerrungen in Konfliktsituationen, *Zeitschrift für Zivilprozess* 121 (2008), 5–40.
- Wang, Ruqu*: Auctions versus Posted-Price Selling, *American Economic Review* 83 (1993), 838–851.
- Weatherill, Stephen*: *EU Consumer Law and Policy*, Cheltenham 2005.
- Weber, Elke U./Hsee, Christopher*: Cross-Cultural Differences in Risk Perception, But Cross-Cultural Similarities in Attitudes Towards Perceived Risk, *Management Science* 44 (1998), 1205–1214.
- Weber, Elke U./Johnson, Eric J./Milch, K. F./Chang, H./Broscholl, J. C./Goldstein, D. G.*: Asymmetric Discounting in Intertemporal Choice: A Query Theory Account, *Psychological Science* 18 (2007), 516–523.
- Weber, Max*: Die „Objektivität“ sozialwissenschaftlicher und sozialpolitischer Erkenntnis, in: Winckelmann, Johannes (Hrsg.), *Gesammelte Aufsätze zur Wissenschaftslehre*, Tübingen 1988, S. 146–214.
- Wehrung, Donald A.*: Risk Taking over Gains and Losses: A Study of Oil Executives, *Annals of Operations Research* 19 (1989), 115–139.
- Weichert, Tilman/Wenninger, Thomas*: Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) und Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, *Wertpapiermitteilungen* 2007, 627–636.
- Weide, Mark E. van der*: Against Fiduciary Duties to Corporate Stakeholders, 21 *Delaware Journal of Corporate Law* 27–86 (1996).
- Wein, Thomas*: Consumer Information Problems: Causes and Consequences, in: Grundmann, Stefan/Kerber, Wolfgang/Weatherill, Stephen (Hrsg.), *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, Berlin 2001, S. 80–97.

- Weinreich, Dirk/Marr, Simon: Handel gegen Klimawandel: Überblick und ausgewählte Rechtsfragen zum neuen Emissionshandelssystem, *Neue Juristische Wochenschrift* 2005, 1078–1084.
- Weinstein, Neil D.: Unrealistic Optimism About Future Life Events, *Journal of Personality and Social Psychology* 39 (1980), 806–820.
- Weinstein, Neil D./Klein, William M.: Resistance of Personal Risk Perceptions to Debiasing Interventions, in: Gilovich, Thomas/Griffin, Dale/Kahneman, Daniel (Hrsg.), *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge 2002, S. 313–323.
- von Weizsäcker, Carl Christian: Notes on Endogenous Change of Tastes, *Journal of Economic Theory* 3 (1971), 345–372.
- von Weizsäcker, Carl Christian: The Welfare Economics of Adaptive Preferences, 2005, erhältlich unter http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2005_11online.pdf (zitiert als *von Weizsäcker, Adaptive Preferences*).
- von Weizsäcker, Carl Christian: Freiheitsrechte, Präferenzen, bedingte „Compossibility“, 2008, unveröffentlichtes Manuskript eines Vortrags am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern, Bonn, am 12. April 2008 (zitiert als *von Weizsäcker, Freiheitsrechte, Präferenzen*).
- Wendlandt, Bettina: Die Timesharing-Richtlinie, das BGB und die Privatautonomie: „realistisch betrachtet“, *Verbraucher und Recht* 2004, 117–124.
- von Werder, Axel: Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1998, 69–91.
- Westerhoff, Rudolf: Die Elemente des Beweglichen Systems, Berlin 1991.
- Westermann, Harm Peter: Drittinteressen und öffentliches Wohl als Elemente der Bewertung privater Rechtsverhältnisse, *Archiv für die civilistische Praxis* 208 (2008), 141–181.
- Wicke, Hartmut: Anmerkungen zu einem allgemeinen Teil des europäischen Verbrauchervertragsrechts, *Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht* 2005, 106–109.
- Wieacker, Franz: Das Sozialmodell der klassischen Privatrechtsgesetzbücher und die Entwicklung der modernen Gesellschaft, Karlsruhe 1953.
- Wiedemann, Herbert: Erfahrungen mit der Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, in: Lutter, Marcus/Wiedemann, Herbert (Hrsg.), *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht*, Berlin 1998, S. 5–32.
- Wiedemann, Herbert (Hrsg.): *Tarifvertragsgesetz*, 7. Auflage, München 2007.
- Wiegel, Volker: Die Prospektrichtlinie und Prospektverordnung: Eine dogmatische, ökonomische und rechtsvergleichende Analyse, Berlin 2008.
- Wielsch, Dan: Freiheit und Funktion: Zur Struktur- und Theoriegeschichte des Rechts der Wirtschaftsgesellschaft, Baden-Baden 2001.
- Wiesner, Peter M.: Die neue Übernahmerichtlinie und die Folgen, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2004, 343–350.
- Wilburg, Walter: Die Elemente des Schadensrechts, Marburg 1941 (zitiert als *Wilburg, Elemente des Schadensrechts*).
- Wilburg, Walter: Entwicklung eines beweglichen Systems im Bürgerlichen Recht, Graz 1950 (zitiert als *Wilburg, Entwicklung eines beweglichen Systems*).
- Wilde, Louis L./Schwartz, Alan: Equilibrium Comparison Shopping, *Review of Economic Studies* 46 (1979), 543–553.
- Wilhelm, Rainer-Matthias: *Anfechtung und Reurecht: Versuch einer neuen Problemlösung*, Tübingen 1990.

- Williamson, Oliver E.*: Franchise Bidding for Natural Monopolies: in General and with Respect to CATV, *Bell Journal of Economics* 7 (1976), 73–104.
- Williamson, Oliver E.*: *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York 1985.
- Williamson, Oliver E.*: Corporate Finance and Corporate Governance, *Journal of Finance* 18 (1988), 567–591.
- Williamson, Oliver E.*: The Logic of Economic Organization, *Journal of Law, Economics, and Organization* 4 (1988), 65–93.
- Williamson, Oliver E.*: Legal Implications of Imperfect Information in Consumer Markets, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 151 (1995), 49–51.
- Willis, Lauren E.*: Decisionmaking and the Limits of Disclosure: The Problem of Predatory Lending: Price, 65 *Maryland Law Review* 707–840 (2006).
- Wilson, Robert*: Reputations in Games and Markets, in: Roth, Alvin E. (Hrsg.), *Game-theoretic Models of Bargaining*, Cambridge 1985, S. 27–62.
- Windbichler, Christine*: Zur Trennung von Geschäftsführung und Kontrolle bei amerikanischen Großgesellschaften: Eine „neue“ Entwicklung und europäische Regelungen im Vergleich, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1985, 50–73.
- Windscheid, Bernhard*: *Lehrbuch des Pandektenrechts: Band 1*, 9. Auflage, Frankfurt 1906.
- Winter, Martin/Harbarth, Stephan*: Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2002, 1–18.
- Witt, Carl-Heinz*: Widerrufsbelehrung inklusive Information über Verbraucherrechte: Nichts Neues zur Musterbelehrung, *Neue Juristische Wochenschrift* 2007, 3759–3761.
- Wolf, Alexander*: Der Mythos „Neutralitätspflicht“ nach dem Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2008, 300–304.
- Wolf, Manfred*: *Rechtsgeschäftliche Entscheidungsfreiheit und vertraglicher Interessenausgleich*, Tübingen 1970.
- Zobl, Dieter/Kramer, Stefan*: *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Zürich 2004.
- Zöllner, Wolfgang* (Hrsg.): *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz: Einleitungsband*, Köln 1984.
- Zöllner, Wolfgang*: Regelungsspielräume im Schuldvertragsrecht: Bemerkungen zur Grundrechtsanwendung im Privatrecht und zu den sogenannten Ungleichgewichtslagen, *Archiv für civilistische Praxis* 196 (1996), 1–36.
- Zöllner, Wolfgang*: Unternehmensinnenrecht: Gibt es das?, *Aktiengesellschaft* 2003, 2–12.
- Zöllner, Wolfgang*: Privatrecht und Gesellschaft, in: Riesenhuber, Karl (Hrsg.), *Privatrechtsgesellschaft: Entwicklung, Stand und Verfassung des Privatrechts*, Tübingen 2007, S. 53–74.
- Zweigert, Konrad/Kötz, Hein*: *Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiete des Privatrechts*, 3. Auflage, Tübingen 1996.

Materialienverzeichnis

- BGB-InfoV: Verordnung über Informations- und Nachweispflichten nach bürgerlichem Recht (BGB-Informationspflichten-Verordnung: BGB-InfoV), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 2 vom 2.1.2002, S. 342.
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz: Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG), Bundesgesetzblatt 2009 Teil I Nr. 27 vom 28.5.2009, S. 1102.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel: Richtlinie gemäß § 35 Abs. 6 des Gesetzes über den Wertpapierhandel (WpHG) zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Bundesanzeiger Nr. 165 vom 4.9.2001, S. 19217, aufgehoben zum 1.11.2007 durch Schreiben der BaFin vom 23.10.2007.
- Bundesrat: Entwurf eines Gesetzes über den Widerruf von Haustürgeschäften und ähnlichen Geschäften, Bundestags-Drucksache 10/2876 vom 15.2.1985, S. 1.
- Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes über Verbraucherkredite, zur Änderung der Zivilprozeßordnung und anderer Gesetze, Bundestags-Drucksache 11/5462 vom 25.10.1989, S. 1.
- Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, Bundestags-Drucksache 14/7034 vom 5.10.2001, S. 1.
- Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetz), Bundestags-Drucksache 16/1003 vom 17.3.2006, S. 1.
- Bundesverband Direktvertrieb Deutschland: Jahresbericht 2006/2007, 2008, erhältlich unter http://bundesverband-direktvertrieb.de/pressecenter/Jahresberichte/pdf/Jahresbericht2006_07.pdf.
- Deutscher Bundestag: Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss) zum Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Schuldrechts, Bundestags-Drucksache 14/7052 vom 9.10.2001, S. 1.
- Deutsches Aktieninstitut: DAI-Factbook, Frankfurt, 2008, erhältlich unter <http://www.dai.de>.
- Dienstleistungsrichtlinie: Richtlinie 2006/123/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12.12.2006 über Dienstleistungen im Binnenmarkt, Amtsblatt EG Nr. L 376 vom 27.12.2006, S. 36.
- Dritte Verordnung zur Änderung der BGB-Informationspflichten-Verordnung: Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 8 vom 12.3.2008, S. 292.
- Europäische Kommission: Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, SEC (2007) 1705 vom 12.12.2007.

- Europäische Kommission: Leitlinien zur Bewertung horizontaler Zusammenschlüsse gemäß der Ratsverordnung über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen, Amtsblatt EG Nr. C 31 vom 5.2.2004, S. 5.
- Europäische Kommission: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, KOM (1999) 232 vom 11.5.1999.
- Europäische Kommission: Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Rechte der Verbraucher, KOM (2008) 614 endg. vom 8.10.2008.
- Europäisches Betriebsräte-Gesetz: Gesetz über Europäische Betriebsräte (Europäisches Betriebsräte-Gesetz: EBRG), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 53 vom 28.10.1996, S. 1548, berichtigt S. 2022.
- Europäisches Parlament: Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments zu dem Gemeinsamen Standpunkt des Rates im Hinblick auf den Erlass der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote (8129/1/2000 a – C5–0327/2000 – 1995/0341(COD)), Amtsblatt EG Nr. C 232 vom 17.8.2001, S. 168.
- Fernabsatzrichtlinie: Richtlinie 97/7/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 1997 über den Verbraucherschutz bei Vertragsabschlüssen im Fernabsatz, Amtsblatt EG Nr. L 144 vom 4.6.1997, S. 19.
- Fernabsatzvertragsgesetz: Gesetz über Fernabsatzverträge und andere Fragen des Verbraucherrechts sowie zur Umstellung von Vorschriften auf Euro, Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 28 vom 29.6.2000, S. 897.
- Fernunterrichtsschutzgesetz: Gesetz zum Schutz der Teilnehmer am Fernunterricht (Fernunterrichtsschutzgesetz: Fern-USG), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 54 vom 4.12.2000, S. 1670.
- Finanzdienstleistungs-Fernabsatzrichtlinie: Richtlinie 2002/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. September 2002 über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher und zur Änderung der Richtlinie 90/619/EWG des Rates und der Richtlinien 97/7/EG und 98/27/EG, Amtsblatt EG Nr. L 271 vom 9.10.2002, S. 16.
- Finanzmarkt-Durchführungsrichtlinie: Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, Amtsblatt EG Nr. L 241 vom 2.9.2006, S. 26.
- Finanzmarkt-Durchführungsverordnung: Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, Amtsblatt EG Nr. L 241 vom 2.9.2006, S. 1.
- Finanzmarktrichtlinie: Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, Amtsblatt EG Nr. L 145 vom 30.4.2004, S. 1, zuletzt geändert durch Richtlinie 2008/10/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. März 2008, Amtsblatt EG Nr. L 76 vom 19.3.2008, S. 76.

- Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 31 vom 16.7.2007, S. 1330.
- Gabler Wirtschaftslexikon: 16. Auflage, Wiesbaden 2005.
- Gesetz zur Einführung der Europäischen Genossenschaft: Gesetz zur Einführung der Europäischen Genossenschaft und zur Änderung des Genossenschaftsrechts, Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 39 vom 17.8.2006, S. 1911.
- Gesetz zur Umsetzung der Regelungen über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten (MgVG), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 65 vom 28.12.2006, S. 3332.
- Haustürwiderrufsgesetz: Gesetz über den Widerruf von Haustürgeschäften und ähnlichen Geschäften, Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 4 vom 16.1.1986, S. 122.
- Haustürwiderrufsrichtlinie: Richtlinie 85/577/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 betreffend den Verbraucherschutz im Falle von außerhalb von Geschäftsräumen geschlossenen Verträgen, Amtsblatt EG Nr. L 372 vom 31.12.1985, S. 31.
- Investmentänderungsgesetz: Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 68 vom 27.12.2007, S. 3089.
- KonTraG: Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 24 vom 30.4.1998, S. 786.
- Marktmissbrauchsrichtlinie: Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), Amtsblatt EG Nr. L 96 vom 12.4.2003, S. 16.
- MoMiG: Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 48 vom 28.10.2008, S. 2026.
- Preisangabenverordnung: Neufassung der Preisangabenverordnung, Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 76 vom 18.10.2002, S. 4197.
- Prospektrichtlinie: Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, Amtsblatt EG Nr. L 345 vom 31.12.2003, S. 64.
- Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 36 vom 27.6.2005, S. 1698.
- Prospektverordnung: Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, Amtsblatt EG Nr. L 186 vom 18.7.2005, S. 3 (berichtigte Sprachfassung).
- Rat der Europäischen Gemeinschaften: Entschließung des Rates vom 14. April 1975 betreffend ein Erstes Programm der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft für eine Politik zum Schutz und zur Unterrichtung der Verbraucher, Amtsblatt EG Nr. C 92 vom 25.4.1975, S. 1.

- Richtlinie 2001/86/EG des Rates vom 8. Oktober 2001 zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Gesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer, Amtsblatt EG Nr. L 294 vom 10.11.2001, S. 22.
- Richtlinie 2003/72/EG des Rates vom 22. Juli 2003 zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Genossenschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer, Amtsblatt EG Nr. L 207 vom 18.8.2003, S. 25.
- Richtlinie 98/7/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Februar 1998 zur Änderung der Richtlinie 87/102/EWG zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten über den Verbraucherkredit, Amtsblatt EG Nr. L 101 vom 1.4.1998, S. 17.
- SCE-Verordnung: Verordnung (EG) Nr. 1435/2003 des Rates vom 22. Juli 2003 über das Statut der Europäischen Genossenschaft (SCE), Amtsblatt EG Nr. L 207 vom 18.8.2003, S. 1.
- SE-Beteiligungsgesetz: Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft (SE-Beteiligungsgesetz: SEBG), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 73 vom 22.12.2004, S. 3675, 3686.
- Securities and Exchange Commission: A Plain English Handbook: How to Create Clear SEC Disclosure Documents, Washington, 1998, erhältlich unter <http://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>.
- SE-Verordnung: Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), Amtsblatt EG Nr. L 294 vom 10.11.2001, S. 1.
- Transparenzrichtlinie: Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, Amtsblatt EG Nr. L 390 vom 31.12.2004, S. 38.
- Übernehmerichtlinie: Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, Amtsblatt EG Nr. L 142 vom 30.4.2004, S. 12.
- Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetz: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetz), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 31 vom 13.7.2006, S. 1426.
- UMAG: Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 60 vom 27.9.2005, S. 2802.
- Verbraucherinformationsgesetz: Gesetz zur Verbesserung der gesundheitsbezogenen Verbraucherinformation (Verbraucherinformationsgesetz: VIG), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 56 vom 5.11.2007, S. 2558.
- Verbraucherkreditrichtlinie 1987: Richtlinie 87/102/EWG des Rates vom 22. Dezember 1986 zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten über den Verbraucherkredit, Amtsblatt EG Nr. L 42 vom 12.2.1987, S. 48.
- Verbraucherkreditrichtlinie 2008: Richtlinie 2008/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. April 2008 über Verbraucherkreditverträge und zur Aufhebung der Richtlinie 87/102/EWG des Rates, Amtsblatt EG Nr. L 133 vom 22.5.2008, S. 133.
- Vermittler-Vergütungsverordnung: Verordnung über die Zulässigkeit der Vereinbarung von Vergütungen von privaten Vermittlern mit Angehörigen bestimmter Berufe und Personengruppen (Vermittler-Vergütungsverordnung) vom 27.6.2002, Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 45 vom 27.6.2002, S. 2439.

- Verschmelzungsrichtlinie: Richtlinie 2005/56/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Oktober 2005 über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten, Amtsblatt EG Nr. L 310 vom 25.11.2005, S. 1.
- Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetz: Gesetzesbeschluss zum Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), Bundesrats-Drucksache 592/09 vom 19.6.2009.
- Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz: Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz: VorstOG), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 47 vom 10.8.2005, S. 2267.
- Wertpapierdienstleistungsrichtlinie: Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, Amtsblatt EG Nr. L 141 vom 11.6.1993, S. 27.
- Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung: Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung: WpDVerOV), Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 32 vom 20.7.2007, S. 1432.

Sach- und Personenregister

- Abdingbares Vertragsrecht s. dispositives Vertragsrecht
- Abfindungsvereinbarung 131, 132, 134 f.
- Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote 129 ff., 179 ff., 184 ff.
- Ad-hoc-Beschluss 188, 201
- Agenturkosten 36, 163, 190, 198, 200, 202
- Aggregation 27, s. a. Aggregation von Präferenzen
- Akerlof, George* 33 ff., 96, 116
- Allgemeine Geschäftsbedingungen 14, 88, 94, 119, 205, 295, 298 ff.
- Allokationseffizienz s. Effizienz
- Altruismus 25, 101, 102, s. a. soziale Präferenzen
- Anfechtung von Willenserklärungen 303 ff.
- Ankereffekt 24, 70
- Anlegerschutz 279 ff.
- „annual percentage rate“ 67 f.
- Anreizbedingung 169, s. a. Vertragstheorie
- Anreize 22
- „anti-takeover statute“ 148, 150 f., 181, 245 ff.
- Apathie, rationale 191 f.
- Arbeitsmarkt für Manager 163, 180
- Arlen, Jennifer* 238
- Arrow, Kenneth* 28
- „articles of incorporation“ 148
- Asymmetrische Information s. Informationsasymmetrie
- Aufsichtsrat 147
- Auktion 187, 193 f.
- Ausbildung als Signal 219
- Auslese, adverse s. adverse Selektion
- Ayres, Ian* 215 ff., 251, 296 f.
- „bargaining power“ s. Verhandlungsmacht
- Bayes'sches* Gesetz 70, 220
- Bayesianisches* Gleichgewicht 220
- Bebchuk, Lucian* 184
- „behavioral contract theory“ 90, 274
- „behavioral finance“ 197, 234
- „behavioral industrial organization“ 90, 274
- „behavioral law and economics“ s. verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts
- „behavioral market failures“ 90
- „belief perseverance“ 70
- Beratung im Anlegerschutz 289
- Berle, Adolf* 160 f.
- Bestätigungsrecht 85
- Beweislastumkehr 150
- „bias“ s. Verhaltensabweichung
- Bietergesellschaft 129
- Black, Bernhard* 207, 247 f.
- Black, Fischer* 241
- „board of directors“ 147, 214, 248
- Bond-Rechtsprechung des BGH 63, 284
- Borges, Georg* 113 ff.
- „bounded rationality“ s. beschränkte Rationalität
- Brennpunkt 211, 212, 250, s. a. Referenzpunkt
- Buchwertklausel im Gesellschaftsrecht 88
- Bürgschaft für Ehegatten und Angehörige 92, 94
- „business combination statute“ 151, 246
- „business judgment rule“ 149 f., 176, 257, 262 f., s. a. Treuepflicht
- „bylaws“ 148, 248
- Calabresi, Guido* 243, 244, 249, 297
- „Call“-Option s. Optionstheorie

- Canaris, Claus-Wilhelm* 346
Cassis de Dijon-Entscheidung des EuGH 55
Centros-Entscheidung des EuGH 49, 55 f.
 „Change of control“-Klauseln 195
 „cheap talk“ 212
 Chicago-Theorie 344
Coase, Ronald 158, 227 f.
 Coase-Theorem 37, 45, 144, 227 ff., 236, 250, 318
 „collective action problem“ s. Dilemma kollektiven Handelns
 „comply or explain“ 54
 Computersimulation 275 f.
 „confirmation bias“ 70
 „constituency statute“ 152, 246
 „control share acquisition statute“ 151, 246
 „control share cash-out statute“ 152, 246
 Corporate Governance Kodex, deutscher 122, 146, 173
 „Corporation“, „publicly held“ 147
 „crown jewel“ 132
- Darlehensrecht s. Verbraucherdarlehen
 „deadweight loss“ 185
 „debiasing“ 73, 82, 84, 236, 238, 274
 „default“ s. Standard-Regelung
 Delaware-Effekt 128, 146 f., s. a. Systemwettbewerb
 Deregulierung 119
 „Deutschland AG“ 178, 182
 Detailgrad von Regulierung 265 ff.
 Dienstleistungsrichtlinie 54
 Diktator-Spiel 103
 Dilemma kollektiven Handelns 191 f., 199, 213 f.
 Dilemma-Spiel 104
 Direktbank 283 ff.
 Discount-Broker 286, 292
 Diskontfaktor 74 f., 82
 Diskontfunktion 74 ff., 81 ff.
 – exponentielle 74, 79
 – hyperbolische 74, 79, 266
 Diskontmethode 242, 244
 Diskontrate 22, 74 ff., 81 ff., 242
 – konstante 78
 – zeitlich inkonsistente 78 ff., 81 ff.
- Dispositionseffekt 24, 234
 Dispositives Vertragsrecht 118 ff., 203 ff., s. a. optionales Vertragsrecht
 – Entlastungsfunktion 15, 119
 – Juristisches Verständnis 14 f.
 – Leitbildfunktion 15, 119, 295
 – Lückenfüllerfunktion 15, 118
 – Netzwerkeffekt 207 ff.
 Dissonanzen, kognitive 85
 Durchbrechung von Übernahmehindernissen 139 f.
 – Durchbrechungsregel 141, 144, 222, 251
- Effekt, externer 30 f., 44, 170, 203, 259, 264, s. a. Netzwerkeffekt
 „efficient capital market hypothesis“ s. *effiziente* Kapitalmärkte
 Effiziente Kapitalmärkte 196 f., 203
 Effizienz 27 ff., 228, s. a. Wohlfahrts-theorie
 Eigentümer einer Gesellschaft 159 f., 177
 Einzelfallgerechtigkeit 340, 345
 E-Mail-Werbung 122, 226
 „empire building“ 162, 183, 187
 „Empirical Legal Studies“ s. empirische Rechtsökonomie
 Empirische Rechtsökonomie 5, s. a. Ökonometrie
 „endowment“-Effekt 24, 225, 226 ff., 246, 250, 253, 258 ff., 264, 323 f.
 „entrenchment strategy“ 162
 „envelope theorem“ s. Umhüllungssatz
 Erfahrungsgut 96
 Ermessensspielraum 149
 Erwartungsnutzen 22, 230
 Erwartungswert 73
 Europäischer Pass der Prospekttrichtlinie 123
 „execution only business“ 284, 289
 „executive officer“ 147
 „experimental law and economics“ s. experimentelle Rechtsökonomie
 Experimentalökonomie 42 f., 104, s. a. experimentelle Rechtsökonomie
 Experimentelle Rechtsökonomie 5, 321 f., s. a. Experimentalökonomie

- Expressive Funktion des Rechts 108 ff.,
114, 117 f., 210 f., 224, 319
- „fair price clause“ 131
- „fair price statute“ 151, 246 f.
- Fairness-Präferenz 25, 101 ff., 160, 265 f.,
324, s. a. soziale Präferenzen
- „fairness crowded out by law“ 112
- Fernabsatzvertrag 93 ff., 224,
s. a. Versandhandel
- „fiduciary duty“ 149
- Filterstrategie 34, 96
- Finanzmarktrichtlinie 280 ff.
- Flexibilität 287 ff., 306 f., 332, 340, 346
- „focal point“ s. Brennpunkt
- „Framing“-Effekt 24, 69
- „free rider“ s. Trittbrettfahrer
- „freezeout statute“ 151
- Freiheitsmodell 17, 19, 291, 332,
s. a. normatives Ordnungsmodell
- Friedman, Milton* 312
- Funktionale Betrachtungsweise 3 f., 9
- Gefangenendilemma 188, 191
- Gertner, Robert* 215 ff., 251, 296 f.
- Gesamtkosten 66 f., 78 f.
- Gesellschaftsrecht als Vertragsrecht
155 ff.
- Gesetzesfolgenabschätzung 5
- Gewährleistung im Kaufrecht 92
- Gleichbehandlungsgesetz, allgemeines
108
- Gleichbehandlungsgrundsatz, aktien-
rechtlicher 134
- Gleichgewicht 29, 273, 276, s. a. *Pareto*-
optimales Gleichgewicht
- *Bayesianisches* Gleichgewicht 220
- Gleichgewichtsauswahl 108, 210 f.
- *Pareto*-optimales Gleichgewicht 28 f.,
45
- Poolinggleichgewicht 219
- teilspielperfektes Gleichgewicht 103
- Trennungsgleichgewicht 216, 219, 252,
256 f.
- Gleichheitsgrundsatz 340 ff., 346
- Globalsicherheit, revolvierende 299
- Glücksforschung 318
- Gneezy, Uri* 111 f.
- „golden parachute“ 130 f., 195
- Goldene Aktien 138
- Google Book Search 123
- Grenzkosten 32, 157
- Größenvorteil 32
- Grossman, Sanford* 40, 185
- Grundrechte 337 ff., 340 ff.
- Gruppenentscheidung 320 f.
- Gut, öffentliches 31 f., 103 ff., 185 ff.,
205 f., 208, 212, s. a. Dilemma kollek-
tiven Handelns, Öffentliches-Guts-
Spiel
- Handlung, verborgene s. moralisches
Risiko
- Handlungsraum 20 ff., 101
- Hart, Oliver* 40, 185
- Haustürwiderrufsrecht 93
- Hayek, Friedrich von* 10
- Heterogenität von Marktteilnehmern 87,
91, 105, 107, 114, 200, 251, 264 ff., 266,
278 ff., 327 f., 341
- Heuristik 60, 64
- „hindsight bias“ 24
- Hirschman-Herfindahl*-Index 95
- Höchststimmrecht 138, 139, 222
- „Holdup“-Situation 38 f., s. a. bezie-
hungsspezifische Investitionen
- Holzmüller/Gelatine*-Grenze 135, 146,
215
- Homo oeconomicus 79, 82, 101 f., 109,
228, 308, 325, s. a. rationaltheoretisches
Verhaltensmodell
- „hostile takeover“ 148, s. a. Übernahme-
recht
- „hybris hypothesis“ 183, 187
- „hypothetical bargaining default“
s. hypothetisches Verhandlungs-
ergebnis
- Hypothetisches Verhandlungsergebnis
170, 249 ff.
- Imitationsheuristik 70
- „incentive compability constraint“
s. Anreizbedingung
- Indifferenz-Kurve 229
- „individual rationality constraint“
s. Partizipationsbedingung

- Individualismus, methodologischer 27
- Industrieökonomie 90, 95, s. a.
 „behavioral industrial organization“
 „inequity aversion“ 106
 „information overload“ s. Informationsüberlastung
 „informed minority argument“ 273
- Information, verborgene s. adverse Selektion
- Informationsasymmetrie 31, 33 ff., 35 ff., 44, 57, 96, 98 f., 114, 163, 164, 189 f., 198, 200, 202 f., 215 ff., 251, 257, 259 f., 264, 270, s. a. „penalty defaults“
- Informationsaufnahme, fehlerhafte 56 ff., 90, 266, 292
- Informationsinduzierende Wirkung 44, 215 ff., 257, 259, s. a. „penalty defaults“
- Informationsmodell 18 f., 48 ff., 266, 291, 332, 337, s. a. Informationspflichten, normatives Ordnungsmodell
- Informationspflichten 18, 50 f., 53 ff., 57 f., 69 f., 73, 80, 81 f., 84, 86 ff., 279 ff., 334, s. a. Informationsmodell
- Informationsüberlastung 52, 56 ff.
- Informationsverarbeitung, fehlerhafte 68 ff., 266, 292
- Inhaltskontrolle 50, 86, s. a. Sozialmodell
- Inspire Art*-Entscheidung des EuGH 55 f.
- Institutionenökonomie, Neue 35, 109
- Intermediär 62, 80, 270 f., 282
- Internalisierung externer Effekte
 s. externer Effekt
- Interpersoneller Nutzenvergleich 28, 268
- Investition
 – Anreize zu 169, 240 ff.
 – beobachtbare, nicht verifizierbare 39
 – beziehungsspezifische 38, 39, 40, 162, 172, s. a. „holdup“-Situation
- Irlenbusch, Bernd* 113 ff.
- Jahreszins, effektiver 64 ff., 68 f., 90
- Kahneman, Daniel* 23, 230
- Kaldor-Hicks*-Kriterium 28, 250
- Kategorisierung von Anlegern 281 ff., 306, s. a. Typisierung
 – durch Rechtsprechung und Lehre 293 ff.
- Selbstkategorisierung 292 f., 306
- Klassifikation von Anlegern
 s. Kategorisierung von Anlegern
- Klausner, Michael* 207 ff., 250
- Kognitionspsychologie 225
- Komplexität 64, 66, 313, 331, 343 ff.
- Konkurrenz, vollkommene 28, 29 f., 203, 251, s. a. Marktversagen
- Konsumentenrente 157
- Konsumentenverhaltensforschung 59, 68
- Kontrollillusion 24, 70, 72 f., 80 f., 84 f.
- Kontrollprämie 182
- Koordinationsproblem 210 ff., 213, 250
- Kosten
 – Rechtsregeln als 20, 22, 319
 – versunkene 39
 – Kosten-Nutzen-Analyse 89
- „law and finance“ 42
- Lerneffekt 81, 270 f.
- „leveraged buyout“ 133
- „liability rule“ 144, 236, 243, 244, 249, 297, 302, s. a. „property rule“
- Listokin, Yair* 246
- Lobbyismus s. politische Ökonomie
- „loss aversion“ s. Verlustaversion
- „majoritarian default“ 250
- „market for lemons“ 33 ff., 96, 116
- Marktaustritt 272
- Marktmacht 32, 44, s. a. Monopol
- Marktversagen 29 ff., 43, 45, 57, 202 f., 205 f., 251, 257, 264, s. a. „behavioral market failures“, vollkommene Konkurrenz
- Maximierung unter Nebenbedingungen 22, 37, 164
- Means, Gardiner* 160 f.
- Mechanismus-Design 36, 37, 38, 215, 216
- Median 229
- Mehrfachstimmrecht 131, 134, 138, 149, 222
- Mehrheit, Standard-Regelung im Interesse einer 249 ff.
- Melamed, Douglas* 243, 244, 249, 297
- Menü-Regelung 121, 123, 124 ff., 259 ff., 264, 331 f., s. a. optionales Vertragsrecht
- Merton, Robert* 241

- Methodenpluralismus 329, 347
- MiFID-Richtlinie s. Finanzmarktrichtlinie
- Mikromanagement 291, 344 f.
- Minderheit, Standard-Regelung im
Interesse einer 251 ff.
- Mindestkapital 56, 202
- Mindestlohn, gesetzlicher 9
- Mitbestimmung 125, 166
- „Model Business Corporation Act“ 146 f.
- Modellierung von Rechtsproblemen
312 ff.
- Modigliani-Miller-Theorem* 37, 159
- Monopol 184 f., s. a. Marktmacht
– natürliches 32
- Moore, John* 40
- „moral hazard“ s. moralisches Risiko
- „more economic approach“ im Kartellrecht 344
- Morgenstern, Oskar* 230
- „multiple selves“ 77, 83
- Musterprotokoll bei der GmbH-Gründung 123
- Myers, Stewart* 241
- „myopia, managerial“ 192
- Nebenfolge, unbeabsichtigte 92 ff.
- „net present value“ s. Netto-Gegenwartswert
- Netto-Gegenwartswert 168, 242
- Netzwerk von Verträgen, Gesellschaft als
158, 177, 205
- Netzwerkeffekt 30 f., 248, 251 f., 255, 256,
258 ff., 264, s. a. externer Effekt
– durch dispositives Vertragsrecht
207 ff.
- Neuman, John von* 230
- Neuroökonomie 327
- Neutralitätspflicht bei Übernahmeangeboten 137 ff., 142 ff., 149, 153
- „nexus of contracts“ s. Gesellschaft als
Netzwerk von Verträgen
- Nicht-Exklusivität 31 f., 104
- Nichtigkeit 294, 295 ff.
- Nicht-Rivalität 31 f., 104
- Norm, soziale 108, 204, 255
- Normative Analyse s. positive versus
normative Analyse
- Numerus clausus 124
- Nutzen, Maximierung des eigenen 25, 35,
59, 101, s. a. soziale Präferenzen
- Nutzenfunktion 21
- Öffentliches Recht 333 ff., 340 ff.
- Öffentliches-Guts-Spiel 103 ff.,
s. a. öffentliches Gut
- Ökonometrie 42, s. a. empirische
Rechtsökonomie
- „one share – one vote“ 154
- Opportunismus 39 f., 207
- Opportunitätskosten 195, 227, 228
- „opt in“ s. optionales Vertragsrecht
- „opt out“ s. optionales Vertragsrecht
- Optionales Vertragsrecht 120 ff., 200 ff.,
254 ff., 331 f., 334, s. a. Menü-Regelung,
Optionsmodell, Standard-Regelung
– und Europäischer Betriebsrat 125
– und europäisches Privatrecht 124
– und Verhandlungsmodell zur Mitbestimmung 125
– und Verwaltungsstruktur bei der
Europäischen Genossenschaft 124
- Optionsmodell s. optionales Vertragsrecht
– der europäischen Übernahmerrichtlinie
140 f., 142 ff., 153 f., 343
– der Finanzmarktrichtlinie 287 ff., 343
- Optionstheorie 130, 240 ff.
- Ordnungsmodell, normatives 16 ff., 48,
330, s. a. deskriptives Verhaltensmodell,
Freiheitsmodell, Sozialmodell,
Informationsmodell
- Ordoliberalismus 10, 20, 316
- Organspende 225 f.
- „over-confidence bias“ s. Überoptimismus
- „over-optimism bias“ s. Überoptimismus
- „ownership cap“ 138, 139
- „pac-man defense“ 133
- Pareto-Kriterium* 10, 250
- Pareto-optimales Gleichgewicht* 28 f., 45
- Pareto-Verbesserung* 228, 268
- Partialanalyse 10, 313 ff.
- „participation constraint“ s. Partizipationsbedingung

- Partizipationsbedingung 169, 170,
s. a. Vertragstheorie
- Patentrecht 221
- Paternalismus 18, 44, 254
– libertärer oder asymmetrischer 240,
254 f., 291, 332
- „penalty default“ 215 ff., 251, 257, 259 f.,
296 f., 300, s. a. informationsindu-
zierende Wirkung
- Pfadabhängigkeit 255
- Pflichtangebot 123
- „poison pill“ 130 f., 134
- Politikversagen 214, s. a. politische
Ökonomie
- Politische Ökonomie 150, 154, 214
- Poolvertrag 139, 261
- „positive feedback loop“ s. „positive
Rückkoppelung beim Netzwerk-
effekt
- „Positive Rückkoppelung“ beim Netz-
werkeffekt 209, 251
- Positive versus normative Analyse 26 f.,
316 ff., 322
- „post-bid defense“ 134, 188 f.
- „Post Chicago“-Theorie 344
- Präferenzen 20 f.
– Aggregation von 10, 22, 272 ff.
– Bildung von 23
– Dekonstruktion von 327 ff., 347
– endogene 70, 100 f., 107 ff., 224, 250,
253 ff., 316 f., 318, 327 f.
– Fairness- s. Fairness-Präferenz
– heterogene s. Heterogenität von
Marktteilnehmern
– homogene 265
– konsistente 21, 82
– Konstruktion von 225, 254, 255
– offenbarte 27, 28
– „revealed“ s. offenbarte Präferenzen
– soziale 25, 93 ff., 100 ff., 197, 224, 266,
268, 322, 324
– stabile 21, 69, 82
– transitive 21
– vollständige 21
– zeitlich inkonsistente 21, 24 f., 70,
73 ff., 94, 266, 325
- Preisdiskriminierung 116
- Preiskontrolle 87, s. a. Inhaltskontrolle
- „pre-bid defense“ 134 ff., 188
- Prinzipal-Agenten-Theorie 35 ff., 157,
164 f., 170, 177, 178, 180 f., 183 ff.,
189 f., 192, 197, 198, 218 f., 238, 239,
248, 260 f.
– und Gesellschaftsrecht 160 ff.
- Privatautonomie 1 f., 50, 91, 121, 122, 127,
266, 328, 336 ff., 347
- Produkthaftung 62 f.
- Produktmarkt 163
- Produzentenhaftung 279 ff.
- Produzentenrente 157
- „property right“ s. Verfügungsrecht
- „property rule“ 144, 236, 243, 244, 249,
297, 302, s. a. „liability rule“
- „prospect theory“ 230 ff., 324
- Prospektpflicht 123, 279 f. 290
- Psychologische Fundierung 326
- „Put“-Option s. Optionstheorie
- p-Wert 114, 115
- „query theory“ 83, 230
- Rationalität, beschränkte 39, 44, 52,
s. a. verhaltenswissenschaftliches
Verhaltensmodell
- „Rational choice“, s. Verhaltensmodell
- Rationaltheorie s. Verhaltensmodell
- Realoptionstheorie 242 ff.
- Rechtsetzungslehre 3 ff., 9, 47, 114 f., 154,
204, 308, 331 ff., 347
- Rechtsetzungswissenschaft s. Recht-
setzungslehre
- Rechtssicherheit 127, 260, 264, 292, 294,
306, 340, 345 f.
- Reduktion, geltungserhaltende 298 ff.
- Referenzpunkt 230, 255, s. a. Brennpunkt
- Regressionsanalyse 114, 115
- „regret avoidance“ 260
- Regulierungsinstrument 331 ff.
- REMM-Hypothese („resourceful,
evaluating, maximizing man“)
s. rationaltheoretisches Verhaltens-
modell
- Repräsentationsheuristik 70, 277
- Reputation 97, 244
- Reuerechts, Ausschluss des 303 ff.
- Reziprokes Verhalten 101, 107

- Reziprozitätsregel im Übernahmerecht 141, 144 f.
- Riester*-Rente 57
- Risiko, moralisches 35 f., 39, 98 f., 162, 180, 216, 270
- Risikofreude 272
- Ritter, weißer 132, 135, 150, 189
- „rules versus standards“ 152, 257 ff., 207, 345
- Rustichini, Aldo* 111 f.
- „Satisficing“-Konzept 60
- Satzungsstrenge im Aktienrecht 203
- Schelling*-Punkt s. Brennpunkt
- Scholes, Myron* 241
- „screening“ s. Filterstrategie
- Selektion, adverse 34, 35, 96 ff., 180, 216, 219, 256, 270
- „shareholder value“ 164 ff., 198, 314,
s. a. „shareholder value“
- Sicherheitseffekt 24
- „signaling“ s. Signalisierungsstrategie
- Signalisierungsstrategie 34, 35, 44, 96, 99, 116, 218 ff., 256
- Signifikanz s. p-Wert
- Simon, Herbert* 22, 60
- Smith, Adam* 29
- Sozialmodell 18 f., 48 ff., 86 ff., 291, 332, 337, s. a. Inhaltskontrolle, normatives Ordnungsmodell
- Spence, Michael* 219
- Spieltheorie 36, 42, 51, 103 ff., 193, 210, 218 ff., 256 f.
- teilspielperfektes Gleichgewicht 103
- Spitzer, Matthew* 238
- „squeeze out“ 137, 141
- „stakeholder“ 164 ff., s. a. „shareholder value“
- „standards“ s. „rules versus standards“
- Standard-Regelung 121 f., 125, 142 f., 153, 200, 204, 205, 211, 213, 216, 219, 220 ff., 224 ff., 234 ff., 243 ff., 248 ff., 250, 252 f., 255 f., 258 ff., 296, 298, s. a. optionales Vertragsrecht
- im Interesse der Mehrheit 249 ff.
- im Interesse einer Minderheit 251 ff.
- „stat pro ratione voluntas“ 1, 328
- Statistik 114
- „status quo bias“ 229
- Steuerungswissenschaft 107, 332 ff.
- Stimmbindungsvertrag 139, 222
- Stimmrechtsbeschränkung 222
- Straßenverkehr 211
- „supermajority clause“ 131
- „supermajority statute“ 151, 246 f.
- System, bewegliches 285 f., 307, 345 f.
- Systemwettbewerb 49, 146,
s. a. Delaware-Effekt
- „takeover defense“ 148, s. a. Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote
- Talley, Eric* 238
- Thaler, Richard* 23
- Theorie der Firma 35, 157 f., 192, 274
– verhaltenswissenschaftlich fundierte Theorie 197
- „tipping“-Effekt beim Netzwerkeffekt 209
- Tirole, Jean* 184
- „total expense ratio“ s. Gesamtkosten
- Transaktionskosten 31 f., 44, 144, 158, 167, 202, 206, 207, 210 ff., 228, 236, 237, 247 ff., 251, 256 ff., 260 f., 264, 266, 297, 302, 306 f.
- Transparenz 127, 264
- Treuepflicht 148 ff., 258, s. a. „business judgment rule“
- Trittbrettfahrer s. öffentliches Gut
- Trivialitäts-Hypothese von *Bernhard Black* 207, 212, 247 f.
- „Truth in Lending Act“ 67 f.
- Tversky, Amos* 23, 230
- Typisierung 340 ff., 346
- Übernahmerecht 127, 128 ff., 136 ff.
- Überoptimismus 24, 70, 71 ff., 80 f., 84 f., 197
- Ultimatum-Spiel 103 f., 106
- Umhüllungssatz 276 f.
- Umverteilung s. Verteilung
- Ungleichheitsaversion 106, 109
- Unmöglichkeitstheorem von *Kenneth Arrow* 28
- „unraveling“ 51 f.
- Unternehmensinteresse 174

- Unternehmensleitung 129
- Unternehmensübernahme s. Übernahmerecht
- Markt für Unternehmensübernahmen 163
- Unternehmensverfassung 130, 202 f., 208, 212, 214, 247
- monistische versus dualistische 124, 147, 200
- Urheberrecht 123, 206
- Utilitarismus 27
- Validität, externe 115, 116, 237, 321
- Verbandszweck im Gesellschaftsrecht 156
- Verbraucherdarlehen 64 ff., 305
- Verbraucherkreditrichtlinie 53 f., s. a. Verbraucherdarlehen
- Verbraucherschutz 53 f., 57 ff., 92 ff., 266
- Überwälzung der Kosten auf den Verbraucher 9
- Verbrauchsgüterkauf 92
- Verfügbarkeitsheuristik 24, 63
- Verfügungsrecht 40, 228
- residuales 40 f., 160, 164, 166 ff., 177
- Vergütung des Vorstands 88, 163
- Verhaltensabweichung 23 ff., 268, 270, 272, 322, 324 f., 344, s. a. Heuristik
- Verhaltensmodell
- deskriptives Verhaltensmodell 16 f., s. a. normatives Ordnungsmodell
 - Entscheidungsprozess 20 ff., 23
 - rationaltheoretisches 5, 20 ff., 26, 35, 90, 100 f., 103 f., 109 f., 196, 224, 227, 265, 312 f., s. a. Homo oeconomicus
 - Trennung zwischen Präferenzen und Restriktionen 20
 - Verankerung im rationaltheoretischen 59, 68, 91, 292
 - verhaltenswissenschaftliches 22 ff., 102, 197, 223 ff., 322 ff., s. a. Verhaltensabweichung, beschränkte Rationalität
- Verhaltenssteuerung, indirekte 334, s. a. Steuerungswissenschaft
- Verhaltenswissenschaftlich-ökonomische Analyse des Rechts 5, 22 ff., 344, s. a. verhaltenswissenschaftliches Verhaltensmodell
- Verhältnismäßigkeitsgrundsatz 50 f., 55 f., 334 ff.
- Verhandlungsmacht 297
- Verhandlungsstrategie, flexible 192 ff., 198 ff., 221 f., 262
- Verhinderungsverbot, europäisches 143
- Verlustaversion 24, 197, 230 ff., 324
- Versandhandel 98 ff., s. a. Fernabsatzvertrag
- Verteilung 9 f., 29, 44 f., 171, 186, 187, 228, 250, 251, 266, 296, 316
- Vertrag
- langfristiger 33, 37, 40, 159, 213
 - relationaler s. langfristiger Vertrag
 - unvollständiger 33, 37 ff., 159 f., 164, 166 ff., 177, 205, 258, 261 f.
- Vertragstheorie, ökonomische 33 ff., 90, 158, 202, s. a. Anreizbedingung, „behavioral contract theory“, Partizipationsbedingung
- Verwaltungsrecht 120
- Verwaltungsrechtswissenschaft, Neue 314, 333 f., 340
- Vorbehaltspreis 33 f., 227, 273
- Vorratsbeschluss bei Übernahmeangeboten 138, 142 f., 188, 222
- Warnhinweis 63, 66, 85
- Wertpapierprospekt 279 ff., s. a. Prospektpflicht
- Wettbewerb, vollkommener
- s. vollkommene Konkurrenz
- „white knight“ s. weiter Ritter
- Widerrufsrecht 95, 93 ff., 224, s. a. Bestätigungsrecht
- freiwilliges 99 ff., 110 ff.
 - gesetzliches 34, 99 ff., 110 ff.
- Wieacker, Franz 17
- Wilburg, Walter 285, 346
- Wille, freier 328
- „willingness to accept“ s. „endowment“-Effekt
- „willingness to pay“ s. „endowment“-Effekt
- Wohlfahrtstheorie 26 ff., 164, 171, 179, 268
- Erster Hauptsatz der 28 f.
 - Zweiter Hauptsatz der 10, 29, 44 f.

WTA-WTP-Lücke s. „endowment“-
Effekt

Zahlungsbereitschaft 28

Zeitliche Inkonsistenz s. zeitlich
inkonsistente Präferenzen

Zielgesellschaft 129

Zingales, Luigi 184

Zwingendes Vertragsrecht

– Juristisches Verständnis 15 f.

– Ökonomische Gründe für 43 ff.