

**Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen  
Analyse des Rechts**

---

**Band 43**

**Eigentumsreform mittels  
institutioneller Investoren**

**Eine rechtsökonomische Analyse  
der Massenprivatisierung in Rußland  
und der Tschechischen Republik**

**Von**

**Katharina Pistor**



**Duncker & Humblot · Berlin**

**KATHARINA PISTOR**

**Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren**

# Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts

herausgegeben von

Heinz Grosseckler, Münster · Bernhard Großfeld, Münster  
Klaus J. Hopt, Hamburg · Christian Kirchner, Berlin  
Dieter Rückle, Trier · Reinhard H. Schmidt, Frankfurt/Main

**Band 43**

# Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren

Eine rechtsökonomische Analyse  
der Massenprivatisierung in Rußland  
und der Tschechischen Republik

Von

Katharina Pistor



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Pistor, Katharina:**

Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren : eine rechtsökonomische Analyse der Massenprivatisierung in Rußland und der Tschechischen Republik / von Katharina Pistor. – Berlin : Duncker und Humblot, 2000

(Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts ; Bd. 43)

Zugl.: München, Univ., Diss., 1998

ISBN 3-428-09782-3

Alle Rechte vorbehalten

© 2000 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fotoprint: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0935-5065

ISBN 3-428-09782-3

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

## Vorwort

Institutionelle Investoren gewinnen weltweit als Anteilseigner von Unternehmen an Bedeutung. Welche Auswirkungen dies auf die Unternehmensführungskontrolle hat und welche rechtlichen Rahmenbedingungen erfüllt sein müssen, damit diese Institutionen sich den Interessen ihrer Anleger entsprechend verhalten, ist bislang nur für entwickelte Marktwirtschaften untersucht worden. Diese Arbeit ist der Analyse institutioneller Investoren als Eigentümer privatisierter Unternehmen in Transformationsländern gewidmet. Dort wo, wie in Rußland und der tschechischen Republik, Massenprivatisierungsprogramme verwirklicht wurden, sollten diese Institutionen als Neueigentümer privatisierter Unternehmen maßgeblich an deren Umstrukturierung mitwirken. Die Praxis hat jedoch gezeigt, daß diese Eigentümer weitgehend passiv sind und zudem die Kontrolle dieser Institutionen - d.h. die Kontrolle der Kontrolleure - erhebliche Schwierigkeiten aufwirft. Die Arbeit zieht für die theoretische Analyse die Property Rights Theorie heran und stützt sich darüber hinaus auf umfangreiche rechtsvergleichende Analyse sowie auf empirische Daten aus den genannten Ländern.

Die Arbeit hat im Sommersemester 1998 der juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation vorgelegen. Die mündliche Doktorprüfung fand am 23. Juli 1998 statt. Literatur und Rechtsentwicklung konnten bis zum Ende des Jahres 1998 berücksichtigt werden.

An dieser Stelle möchte ich allen danken, die direkt zur Entstehung dieser Arbeit beigetragen haben. Allen voran Professor Dr. Dr. dres. h.c. Klaus J. Hopt, der diese Arbeit betreut hat. Er hat großes Verständnis dafür gezeigt, daß ich mich während der Entstehung dieser Arbeit in den USA aufgehalten habe und hat die zusätzlichen Mühen einer Fernbetreuung auf sich genommen. Mein Dank gilt auch Herrn Professor Dr. Dr. Dieter Pfaff, der die Arbeit als Zweitkorrektor in kürzester Zeit begutachtet hat.

Die Arbeit wäre in dieser Form ohne die empirische Erhebung der russischen Investmentprivatisierungsfonds, die ich gemeinsam mit den Professoren Roman Frydman von der ökonomischen Fakultät der New York University und Andrzej Rapaczynski von der Columbia Law School in New York im Sommer 1994 durchgeführt habe, nicht möglich gewesen. Sie haben wesentlich zur Konzeption der Erhebung beigetragen und mich sowohl persönlich als auch finanziell mit den Mitteln des Central European University (CEU) Privatization

Project, dem ebenfalls mein Dank gilt, großzügig unterstützt. Für editorische Arbeiten am Manuskript danke ich Frau Christel Kremer.

Hamburg, im Februar 1999

*Katharina Pistor*

## Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung .....	19
1. Privatisierung als Rechtsreform .....	19
2. Theoretische Grundlagen .....	24
3. Rechtsvergleichende Analyse .....	25
4. Aufbau der Arbeit .....	27
II. Funktion und Grundelemente der Privatisierung .....	29
1. Privatisierungsverfahren .....	29
2. Grundelemente der Massenprivatisierung .....	31
3. Massenprivatisierung in Rußland .....	35
4. Institutionelle Investoren in Rußland .....	44
5. Massenprivatisierung in der Tschechischen Republik .....	46
6. Institutionelle Investoren in der tschechischen Republik .....	53
7. Zusammenfassung .....	56
III. Theoretische Grundlagen .....	58
1. Ökonomische Analyse des Rechts .....	59
2. Alternative ökonomische Theorien und Rechtsanalyse .....	61
a) Transaktionskostenökonomie .....	62
b) Vertragstheorie .....	63
c) Property Rights Theorie .....	64
3. Grundlagen und Entwicklung der Property Rights Theorie .....	66
4. Anwendbarkeit der Property Rights Theorie auf Unternehmen .....	70
a) Unternehmenstheorie .....	70
b) Anwendung der Unternehmenstheorie auf Aktiengesellschaften .....	77
5. Anwendbarkeit der Property Rights Theorie auf Eigentumssubjekte .....	80
6. Zusammenfassung .....	83



IV. Die Rechte der Aktionäre – eine Property Rights Analyse .....	84
1. Property Rights Theorie und Aktienrecht .....	84
2. Das Verhältnis von Aktienrecht und Kapitalmarktrecht .....	88
3. Inhalt und Umfang der property rights der Aktionäre .....	92
a) Kontrollrechte .....	95
(1) Organisation .....	95
(2) Handlungsmaxime .....	96
(3) Gleichbehandlungsgrundsatz .....	96
(4) Partizipation .....	97
(5) Stimmrechte .....	97
(6) Bezugsrechte .....	98
(7) Minderheitenrechte .....	98
(8) Informationsrechte .....	99
(9) Anfechtungs- und Klagerechte .....	99
b) Verfügungsrechte .....	100
(1) Verfügungsfreiheit .....	100
(2) Stimmrechte bei Kontrolltransaktionen .....	101
(3) Informations- und Bewertungsrechte .....	102
c) Vermögensrechte .....	102
(1) Beteiligung an Wertzuwachs .....	102
(2) Informations- und Bewertungsrechte .....	103
d) Systematisierung der property rights der Aktionäre .....	104
4. Zusammenfassung .....	107
V. Property rights der Aktionäre im deutschen Recht .....	109
1. Organisation .....	110
2. Kontrollrechte .....	113
a) Handlungsmaxime .....	113
b) Gleichbehandlungsgrundsatz .....	116
c) Partizipation .....	118
d) Stimmrechte .....	122
e) Bezugsrecht .....	125
f) Minderheitenrechte .....	126

g) Informationsrechte .....	127
h) Anfechtungs- und Klagerechte .....	130
3. Verfügungsrechte .....	134
a) Verfügungsfreiheit .....	134
b) Stimmrechte bei Kontrolltransaktionen .....	135
c) Informations- und Bewertungsrechte .....	140
4. Vermögensrechte .....	141
a) Beteiligung an Liquidationswert und Wertzuwachs .....	141
b) Informations- und Bewertungsrechte .....	142
5. Zusammenfassung .....	143
VI. Property rights der Aktionäre im amerikanischen Recht .....	145
1. Organisation .....	147
2. Kontrollrechte .....	149
a) Handlungsmaxime .....	149
b) Gleichbehandlungsgrundsatz .....	152
c) Partizipation .....	153
d) Stimmrechte .....	153
e) Bezugsrechte .....	155
f) Minderheitenrechte .....	156
g) Informationsrechte .....	156
h) Anfechtungs- und Klagerechte .....	158
3. Verfügungsrechte .....	160
a) Verfügungsfreiheit .....	160
b) Stimmrechte bei Kontrolltransaktionen .....	161
c) Informations- und Bewertungsrechte .....	166
4. Vermögensrechte .....	167
a) Teilhabe an Wertzuwachs .....	167
b) Informations- und Bewertungsrechte .....	169
5. Zusammenfassung .....	169
VII. Vergleichende Analyse und Implikationen für Transformationsländer ...	172
1. Property rights der Aktionäre nach deutschem und amerikanischem Recht .....	173
2. Die Funktion staatlichen Rechts für die Bestimmung von property rights .....	177

3. Aufgabe des Gesellschaftsrechts in Transformationsländern .....	181
a) Organisation .....	183
b) Handlungsmaxime .....	183
c) Partizipation .....	184
d) Stimmrechte .....	184
4. Zusammenfassung .....	185
<b>VIII. Institutionelle Investoren als Unternehmenseigentümer .....</b>	<b>187</b>
1. Institutionelle Investoren und Unternehmensführungskontrolle .....	188
a) Der derzeitige Diskussionsstand .....	190
b) Property rights Analyse institutioneller Investoren .....	195
c) Das Verhalten institutioneller Investoren im Ländervergleich ....	200
2. Implikationen für eine Eigentumsreform mittels institutioneller In-	
vestoren .....	204
3. Zusammenfassung .....	206
<b>IX. Die Kontrolle der Kontrolleure .....</b>	<b>207</b>
1. Regelungsstandards im Rechtsvergleich .....	207
2. Rechtliche Organisation .....	211
a) Gesellschaftsform .....	212
b) Vertragsform .....	212
c) Trustform .....	213
3. Verwahrung des Anlagevermögens .....	214
4. Zugangsvoraussetzungen .....	217
5. Staatliche Aufsicht .....	219
6. Bewertungsregeln .....	223
7. Investitions- und Finanzierungsregeln .....	225
8. Publizitätspflichten .....	229
9. Anlegerrechte .....	230
10. Zusammenfassung .....	234
<b>X. Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren in Rußland .....</b>	<b>236</b>
1. Rechtliche Rahmenbedingungen für Aktionäre .....	236
a) Organisation .....	242

b) Kontrollrechte .....	246
(1) Handlungsmaxime .....	246
(2) Gleichbehandlungsgrundsatz .....	246
(3) Partizipation .....	247
(4) Stimmrechte .....	247
(5) Bezugsrecht .....	251
(6) Minderheitenrechte .....	251
(7) Informationsrechte .....	253
(8) Klagerechte .....	254
c) Verfügungsrechte .....	255
(1) Verfügungsfreiheit .....	255
(2) Stimmrechte bei Kontrolltransaktionen .....	258
(3) Informationsrechte .....	260
(4) Bewertungsrechte .....	261
d) Vermögensrechte .....	262
(1) Beteiligung an Wertzuwachs .....	262
(2) Bewertungsrechte .....	263
(3) Prüfungskommission .....	263
(4) Informationsrechte .....	264
e) Zusammenfassung .....	267
2. Kontrolle der IPFs .....	271
a) Rechtliche Organisation .....	273
b) Verwahrung des Anlagevermögens .....	274
c) Zugangsvoraussetzungen .....	275
d) Staatliche Aufsicht .....	277
e) Bewertungsregeln .....	277
f) Investitionsregeln .....	278
g) Publizitätspflichten .....	279
h) Anlegerrechte .....	280
i) Zusammenfassung .....	282
3. IPFs als Unternehmenseigentümer: Der empirische Befund .....	283
a) Realisierung erworbener Eigentumspositionen 1992–1994 .....	284
(1) IPFs als aktive Aktionäre .....	284
(2) IPFs als passive Aktionäre .....	288
b) Bewährung der IPFs als Unternehmenseigentümer: 1994–1997 .....	290
(1) Eigentumsposition und Liquidität des Kapitalmarktes .....	291
(2) Rechtliche Rahmenbedingungen .....	292

(3) Kontrolle der Kontrolleure .....	292
(4) Weitere Faktoren .....	293
(5) Überlebensstrategien .....	294
c) Zusammenfassung .....	296
XI. Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren in Tschechien .....	297
1. Rechtliche Rahmenbedingungen für Aktionäre .....	297
a) Organisation .....	300
b) Kontrollrechte .....	302
(1) Handlungsmaxime .....	302
(2) Gleichbehandlungsgrundsatz .....	303
(3) Partizipation .....	303
(4) Stimmrecht .....	304
(5) Bezugsrechte .....	307
(6) Minderheitenrechte .....	308
(7) Informationsrechte .....	308
(8) Klagerechte .....	309
c) Verfügungsrechte .....	309
(1) Verfügungsfreiheit .....	309
(2) Stimmrechte bei Kontrolltransaktionen .....	310
d) Vermögensrechte .....	313
(1) Beteiligung an Wertzuwachs .....	313
(2) Bewertungsrechte .....	313
(3) Prüfung .....	314
(4) Informationsrechte .....	314
e) Zusammenfassung .....	314
2. Kontrolle der IPFs .....	316
a) Rechtliche Organisation .....	317
b) Verwahrung des Anlagevermögens .....	318
c) Zugangsvoraussetzungen .....	320
d) Staatliche Aufsicht .....	321
e) Bewertungsregeln .....	322
f) Investitions- und Finanzierungsregeln .....	323
g) Publizitätspflichten .....	326
h) Anlegerrechte .....	327
i) Zusammenfassung .....	330

3. IPFs als Unternehmenseigentümer: Der empirische Befund .....	332
a) Realisierung erworbener Eigentumspositionen 1992–1994 .....	332
(1) IPFs als aktive Aktionäre .....	332
(2) IPFs als passive Aktionäre .....	336
b) Bewährung der IPFs als Eigentümer: 1995–1997 .....	337
(1) Eigentumsposition und Liquidität des Kapitalmarktes .....	337
(2) Rechtliche Rahmenbedingungen .....	339
(3) Kontrolle der Kontrolleure .....	339
(4) Überlebensstrategien .....	340
c) Zusammenfassung .....	340
XII. Abschließende Analyse und Bewertung .....	342
1. Untersuchungsziele und angewandte Methoden .....	342
2. Unklare property rights der Aktionäre in Transformationsländern ...	344
3. IPFs als Neueigentümer privatisierter Unternehmen .....	347
4. IPFs im Kontrollvakuum .....	349
5. Institutionelle Investoren als Unternehmenseigentümer .....	351
6. Zusammenfassung .....	355
XIII. Schlußthesen .....	359
Literaturverzeichnis .....	361
Sachverzeichnis .....	379

## Tabellenverzeichnis

<i>Tabelle 1:</i> Anzahl der Unternehmen in öffentlichem Eigentum vor Beginn der Privatisierung .....	30
<i>Tabelle 2:</i> Eigentumsstruktur privatisierter Unternehmen in Rußland .....	42
<i>Tabelle 3:</i> Konzentration von Vouchern bei russischen IPFs .....	45
<i>Tabelle 4:</i> Eigentumsstruktur privatisierter Unternehmen in Tschechien .....	52
<i>Tabelle 5:</i> Tschechische IPFs in der ersten Privatisierungswelle .....	54
<i>Tabelle 6:</i> Nomenklatur der property rights der Aktionäre .....	105
<i>Tabelle 7:</i> Vergleichende Übersicht über die property rights der Aktionäre nach deutschem und amerikanischem Recht .....	175
<i>Tabelle 8:</i> Property rights der Aktionäre nach russischem Recht .....	240
<i>Tabelle 9:</i> Alliierte Aktionäre der IPFs .....	287
<i>Tabelle 10:</i> Property rights der Aktionäre im Zeitpunkt der Privatisierung nach russischem und tschechischem Recht .....	299

## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AcP	Archiv für civilistische Praxis
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Deutsches Aktiengesetz
AOZ	Zakon ob akcionernych obščestvach (Gesetz über Aktiengesellschaften der Russischen Föderation)
Art.	Artikel
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
bzw.	beziehungsweise
Del.	Delaware
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
ed.	edition (Auflage)
eds.	editors (Herausgeber)
EU	Europäische Union
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn	Fußnote
GCL	General Corporate Law (Delaware)
gem.	gemäß



GKI	Goskomimusčestvo (Russisches Privatisierungskomitee)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Großkomm	Großkommentar
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
i.d.R.	in der Regel
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPF	Investmentprivatisierungsfonds
IPO	Initial Public Offering
JZ	Juristenzeitschrift
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
Kölner Komm	Kölner Kommentar
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KritV	Kritische Vierteljahrszeitschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft
LG	Landgericht
m.w.N	mit weiteren Nachweisen
MBEO	Management-and-employee-buy-out
MBO	Management-buy-out
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NYSE	New York Stock Exchange
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OTC	Over The Counter Trade
OZ	Obchodní Zákoník (Tschechisches Handelsgesetzbuch)
Rn	Randnummer
S.	Seite
SEC	Securities and Exchange Commission
StGB	Strafgesetzbuch
tsch.	tschechisch, -e, -es
UmwG	Umwandlungsgesetz

usw.	und so weiter
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
WM	Wertpapiermitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z.T.	zum Teil
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGB	Zivilgesetzbuch der Russischen Föderation
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZISIF	Zákon o investičních společnostech a investičních fondech (Gesetz über Investmentfirmen und Investmentfonds der Tschechischen Republik)
ZPO	Zivilprozeßordnung

## **Hinweise**

Sofern nicht ausdrücklich anderes vermerkt wird, sind die zitierten russischen Gesetze in der CD Rom Datei "Garant" der Firma Garant-Servis, Moskau, enthalten.

Die Umschrift kyrillischer Schrift folgt der Bibliothekstranskription.

## I. Einleitung

Der Zusammenbruch der sozialistischen Wirtschaftsordnung hat die Länder Osteuropas und der ehemaligen Sowjetunion vor die Aufgabe gestellt, die Voraussetzungen für eine marktwirtschaftliche Ordnung zu schaffen. Aus Sicht vieler Ökonomen lag der Schlüssel zum Erfolg darin, die Hindernisse, die das sozialistische System Marktkräften entgegenstellte, zu beseitigen, und somit deren freie Entfaltung zu ermöglichen.<sup>1</sup> Die notwendigen Rahmenbedingungen hierfür sollten im wesentlichen durch drei wirtschaftliche Reformmaßnahmen geschaffen werden: Stabilisierung, Preisliberalisierung und Privatisierung.<sup>2</sup> Während die Notwendigkeit umfassender institutioneller und rechtlicher Reformen durchaus erkannt wurde, wurde den ökonomischen Reformmaßnahmen in der Regel der Vorrang eingeräumt. Diese sollten die Voraussetzung für die Nachfrage nach rechtlichen Reformen schaffen, deren Nutzen erst im Zusammenhang mit entsprechenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen offenbart werde.<sup>3</sup>

### 1. Privatisierung als Rechtsreform

Demgegenüber zeigen die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit, daß jedenfalls eine der drei Reformmaßnahmen, die Privatisierung, eine inhärent rechtliche Reformmaßnahme ist und ohne adäquate rechtliche Rahmenbedingungen nicht die gewünschten Erfolge zeitigen kann. Ziel der Privatisierung ist eine umfassende Reform der Eigentumsordnung in der Erwartung, daß dies zu einer effizi-

---

<sup>1</sup> Siehe nur die Einleitung zu *Blanchard*, *The Economics of Post-Communist Transition*: "The fact that transition came with an often large initial decrease in output should be seen as a puzzle. After all, the previous economic system was characterized by a myriad distortions. One might have expected that removing most of them would lead to a large increase, not a decrease, in output."

<sup>2</sup> Grundlegend hierzu *Lipton/Sachs*, *Creating a Market Economy in Eastern Europe: The Case of Poland*; sowie *Lipton/Sachs*, *Prospects for Russia's Economic Reforms*. Für einen Überblick über den Erfolg der Stabilisierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen siehe *Weltbank*, *From Plan to Market* Kapitel 2 S. 22 ff. Zu den Privatisierungsmaßnahmen ebenda, Kapitel 3 S. 44 ff.

<sup>3</sup> So ausdrücklich *Weltbank*, *From Plan to Market*. S. 45, die darauf hinweist, daß der erste Schritt in dem Transformationsprozeß der Schritt von einem zentralstaatlichen Planungssystem zu einem Marktsystem mit Risiko, finanzieller Disziplin und starken Anreizen für profitorientiertes Verhalten sei.

enteren Nutzung begrenzter Wirtschaftsgüter führen werde. Eigentum aber ist per definitionem eine rechtliche Kategorie. Sachherrschaft kann weitgehend durch physische Gewalt gesichert werden. Für eine umfassende wirtschaftliche Nutzung von Sachen bzw. Rechten ist jedoch erforderlich, daß die Rechte, die verschiedenen Personen hieran zustehen sollen, eindeutig zugeordnet sind und von der Rechtsordnung anerkannt werden. Dies gilt insbesondere in modernen Wirtschaften, die sich durch ein hohes Maß an verbrieften Rechten auszeichnen, die sich nicht aus Sachherrschaft, sondern aus Rechtsherrschaft ergeben.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen für Sacheigentum waren dem Grunde nach in den meisten Transformationsländern bereits vorhanden, bzw. wurden bald nach der Wende geschaffen. Die Privatisierung der ehemaligen Staatsbetriebe stellte jedoch weit höhere Anforderungen an die Rechtsordnungen dieser Länder. Die ehemaligen Staatsbetriebe wurden zunächst in Aktiengesellschaften umgewandelt. Die Privatisierung erfolgte durch die Übertragung der Aktien auf private Investoren. Damit erhielten diese Investoren in jedem Fall ein Recht am Papier, bzw. sofern keine Aktienzertifikate ausgegeben wurden, einen Anspruch darauf, in dem Aktienregister des betreffenden Unternehmens geführt zu werden. Die entscheidende Frage war jedoch, ob diese Aktionäre damit zugleich ein Recht aus dem Papier bzw. aus dem Eintrag in dem Aktienregister erhielten, das im Rechtsverkehr als durchsetzungsfähiger und damit wirtschaftlich nutzbarer Anspruch anerkannt werden würde.

Die beiden hier untersuchten Länder, Rußland und die Tschechische Republik, hatten vor Durchführung der Privatisierung Aktiengesetze - oder jedenfalls Rechtsverordnungen betreffend Aktiengesellschaften - erlassen, die die Binnenorganisation der Aktiengesellschaften regelten und die wesentlichen Rechte und Pflichten der Aktionäre einerseits, und der mit der Unternehmensleitung betrauten Organe andererseits, festlegten. Doch waren, wie in dieser Arbeit gezeigt werden wird, diese Regelungen weitgehend lückenhaft. Insbesondere fehlte es an detaillierten Verfahrensrechten, wie Informations-, Bewertungsrechten, aber auch Klagerechten, die es den Aktionären ermöglicht hätten, ihre materiellen Rechte einzufordern und durchzusetzen.

Diese Defizite waren nicht zuletzt deshalb problematisch, weil diese beiden Länder Privatisierungsverfahren gewählt haben, die die Überführung von Aktien in den Streubesitz individueller Aktionäre sowie institutioneller Investoren vorsahen. Rußland und Tschechien waren die ersten Länder, die sogenannte Voucher- oder Massenprivatisierungsverfahren durchgeführt haben. Dies ist ein besonderes Privatisierungsverfahren, bei dem der Staat Voucher als Kapitalsubstitut an die Bevölkerung ausgibt.