

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2000-13

November 2000

*Veränderungen im
Gesellschaftsrecht: Ursachen und
Entwicklungslinien*

Eddy WYMEERSCH



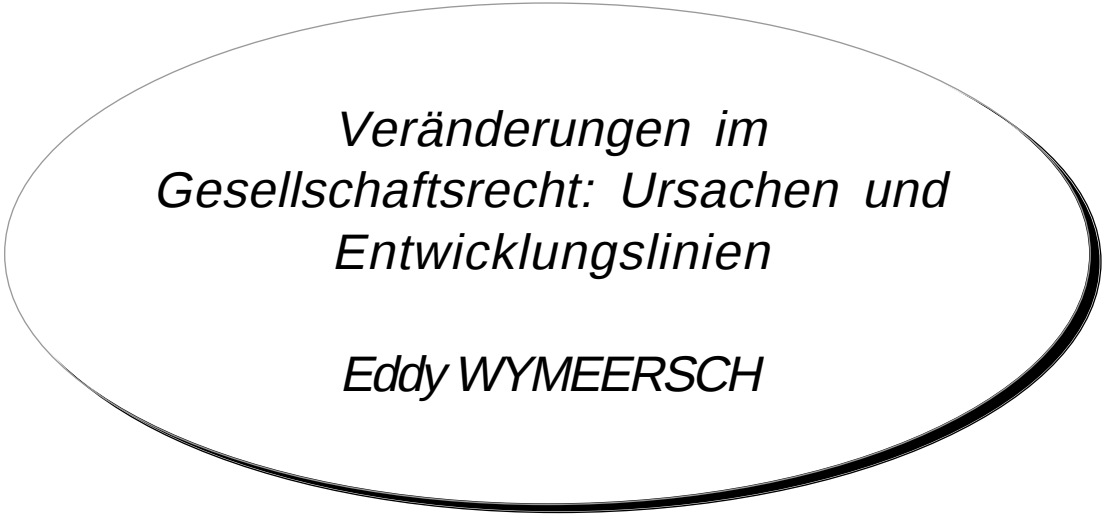
*The **Financial Law Institute** is a department within the Law School of the Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.*

*The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.*

*For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:*

<http://www.law.rug.ac.be/fli>

© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2000



Veränderungen im Gesellschaftsrecht: Ursachen und Entwicklungslinien

Eddy WYMEERSCH

Abstract

This paper attempts to situate some of the forces that are governing company law reform these last decades. Three main factors are identified: internationalisation and institutional competition, also between company regulations and company law systems; the effect of the securities markets; and ICT technology. In today's global economy, these changes are more and more determined by competitive pressures from other legal systems, creating an environment of competition between regulators, legal systems and companies themselves. Efficient company law systems are recognised as key elements in the build up of a healthy economic system. International institutions as the World Bank and the OECD are therefore showing interest in company law. Competition between economic systems therefore also leads to competition between company and securities laws. After the period of harmonisation in Europe, in the field of companies that are listed on the securities markets, developments are increasingly governed by market forces: the debate about the accounting rules, but also the spread of corporate governance standards, and the increasing use of one single model of the prospectus for the public issue of securities can be cited among the many examples. ICT has revolutionised securities trading. Now it poses new challenges to company law: it might have fargoing effects on the agency relation, the liability of the directors and on the position of the creditors.

To be published in:

Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht , 2000.

Comments to the Author:

Eddy.Wymeersch@rug.ac.be

© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2000

Veränderungen im Gesellschaftsrecht: Ursachen und Entwicklungslinien¹

Eddy Wymeersch

Universität Gent, Belgien

A. Gründe des gesellschaftsrechtlichen Wandels

Das Interesse am Gesellschaftsrecht ist sowohl seitens der Wissenschaft als auch der Politik zyklischen Schwankungen unterworfen: Ungefähr alle 30-40 Jahre erleben wir eine neue Welle der Forschung, Kritik und Reformen. Der aktuellen Erneuerungswelle gingen die Harmonisierungsbestrebungen der sechziger Jahre voraus, die zu weitreichenden Änderungen in den Rechtsordnungen der Europäischen Gemeinschaft und sogar darüber hinaus führten. Dreißig Jahre zuvor hatte die Weltwirtschaftskrise den Anlaß zur Frage gegeben, inwieweit dem Gesellschaftsrecht eine Rolle in der Entwicklung zukam, die zur Krise des Jahres 1929 führte. In vielen Rechtsordnungen sind die einzelnen Reformprojekte fest mit bestimmten historischen Daten verbunden.

Das zur Zeit stark ausgeprägte Interesse an gesellschaftsrechtlichen Fragen ist anders gelagert; es betrifft nicht nur die Industriegesellschaften, sondern auch weite Teile der aufstrebenden östlichen und westlichen Industrienationen. Ein wichtiger Teil der heutigen Analysen beschäftigen sich mit Grundsatzfragen über die Rolle von Wirtschaftsunternehmen, während zugleich die gemeinhin gezogenen Grenzen des Gesellschaftsrechts unter dem Einfluß der Regulierung der Finanzmärkte (securities regulations) verwischt werden².

2. Das neuerliche Interesse an gesellschaftsrechtlichen Themen beruht teilweise auf der Einsicht, daß Unternehmensstrukturen beträchtlichen Einfluß auf das Gesamtgefüge und diese Entwicklung der Wirtschaftssysteme haben können, und daß sie daher einen entscheidenden Faktor für wirtschaftliches Wachstum und Stabilität darstellen können. Beobachtungen in

¹ For a French or Dutch version on the same subjects, see: E. Wymeersch, *Krachtlijnen inzake de ontwikkeling van het vennootschapswezen*, published by the Instituut der bedrijfsrevisoren Belgian Institute of Auditors, (Working Paper 12); E. Wymeersch, *Les grandes orientations dans l'évolution des sociétés*, Institut des reviseurs d'entreprises (Working Paper 13).

² Die erste größere Untersuchung der verschiedenen, die Entwicklung des Gesellschaftsrechts in Europa beeinflussenden Faktoren unternahm HOPT in: Buxbaum/Hopt, *Legal Harmonization and the Business Enterprise*, 1988; die Fortsetzung der Untersuchung findet sich bei BUXBAUM/HERTIG/HIRSCH/HOPT, *European Business Law*, 1991 sowie *European Economic and Business Law*, 1966. Zum aktuellen Stand vgl. HOPT, *ICCLS*, 1999, 41.

verschiedenen Gegenden der Welt, insbesondere im Fernen Osten, belegen, daß unausgewogen gestaltete Gesellschaftsrechtssysteme sich in wirtschaftlichen Krisenzeiten als Schwachpunkt und Element der Instabilität erweisen können³. Die in verschiedenen Weltgegenden aufgelegten Restrukturierungsprogramme umfassen jeweils ein wichtiges Kapitel über die Struktur des Wirtschaftsunternehmens und das hierfür geltende Gesetzesrecht. Üblicherweise enthält dieses Kapitel neben gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen und Vorschriften zur Anteilseignerstruktur auch Regeln zu sachlich hiermit verknüpften Themen, vor allem Vorschriften zum Insolvenzrecht oder zur Regulierung der Wertpapiermärkte. Verschiedene, insbesondere US-amerikanische Kollegen haben derzeit teil an der Erarbeitung eines Gesellschaftsrechts oder Börsenrechts für Rußland⁴, Zentral- und Osteuropa, China und seit kurzem auch für Indonesien. In vielen Fällen beruhen diese Gesetzesprojekte auf Forderungen in den Finanzierungsbedingungen des IWF, der Weltbank oder anderer Agenturen zur Förderung der wirtschaftlichen Entwicklung. Deren erneuten Aufmerksamkeit für das Gesellschafts- und Insolvenzrecht spiegelt die Verbindung wieder zwischen der Mikro-Ebene, die man normalerweise im Gesellschaftsrecht findet und den Makro- Auswirkungen eines gut funktionierenden gesetzlichen Ordnungsrahmens. Richtigerweise ist diese einleitende Erwägung auf das Rechtssystem als Ganzes zu erweitern: Die Inexistenz sowohl eines verlässlichen Rechtssystems als auch prozessual durchsetzbarer Rechte in verschiedenen Gegenden der Welt stellen ein beachtliches Hindernis für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung dar⁵.

3. Gesellschaftsrechtliche Veränderungen und Entwicklungsprozesse beruhen auf zahlreichen Faktoren: Geschichtliche Eigenheiten, die zur „path dependence“ führen, sowie wechselseitige Abhängigkeiten zwischen verschiedenen Rechtsordnungen, die eine Rechtsordnung zum Nachvollzug der in anderen Rechtsordnungen getroffenen Maßnahmen veranlassen, sind seit jeher bedeutende Faktoren⁶. Allgemeine Krisen⁷ oder individuelle Geschehnisse sind häufig die

³ Vgl. International Bank for Reconstruction and Development, Management's Discussion and Analysis, 30. Juni 1999, S. 240 (www.worldbank.org/html/extpd/annrep99-2/pdf/ibrd_1.pdf); vgl. auch IMF financing helps members pursue sound policies (zum Download unter: www.imf.org/external/pubs/ft/survey/sup1999/index#fin-facs).

⁴ Vgl. KRAAKMAN/BLACK, 109 Harvard Law Review 1911 (1996). BLACK/KRAAKMAN/TARASSOVA, Guide to the Russian law on joint stock companies, 1998.

⁵ Vgl. die Stellungnahme der Weltbank. "Corporate Governance: A framework for complementation", <http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/index.htm>.

⁶ Dieser Aspekt ist besonders augenfällig im Hinblick auf die Rezeption des Westeuropäischen Rechts in zentral- und osteuropäischen Staaten, vgl. beispielhaft die Hamburger Konferenz zum Recht der Gesellschaftsgruppe vom 22.-23. Juni 2000: Economies in Transition/Wirtschaftssysteme im Wandel, organisiert vom Max Planck Institut, Hamburg; die zugehörigen Tagungsbeiträge sind zur Veröffentlichung vorgesehen.

⁷ Die Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren des 20. Jahrhunderts führte in den Vereinigten Staaten (1933-1934) und in einigen europäischen Staaten zur Verabschiedung der ersten Gesetzesvorschriften für Wertpapiermärkte. Belgien war wahrscheinlich der erste europäische Staat, der geleitet von der Philosophie der Mitteilungspflichten Vorschriften über das öffentliche Angebot von Wertpapieren verabschiedete. Das damalige Gesetzeswerk ist noch in Kraft: Decret Royal Nr. 185 vom 9. Juli 1935; es enthält die Prinzipien, die spätere Vorschriften maßgeblich beeinflussen.

auslösenden Gründe für ein gesetzgeberisches Einschreiten⁸. Welche Richtung diese einzelnen Veränderungen nehmen, wird jedoch durch grundlegendere Strömungen bestimmt.

Eine erste Ursachenreihe ist Bestandteil der Makro- Entwicklungsebene. Der zunehmende Wettbewerb auf den weltweiten Güter- und Dienstleistungsmärkten verlangt noch rascher anpassungsfähige, noch flexiblere Strukturen, und zwar auch auf der Ebene des einzelnen Unternehmens. Die effiziente Funktionsweise der Unternehmen ist ein maßgeblicher Entwicklungsfaktor. Um wettbewerbsfähig zu bleiben, wählen die Unternehmen zu Recht die im Einzelfall angemessenste und flexibelste Unternehmensform, so daß eine effiziente Entscheidungsfindung sowie deren rasche und verlässliche Umsetzung bei geringst möglichen Finanzierungskosten gewährleistet ist. Zugleich machen sich die Gesetzgeber die Auswirkungen von mangelhaften oder inflexiblen Regelungen zunehmend bewußt und sind daher bereit, ihre Gesetzgebung entsprechend zu ändern, um Unternehmen und geschäftliche Aktivitäten anzuziehen. Wirtschaftlich ineffiziente Regeln, z.B. für Fusionen und Unternehmenskäufe, sowie unangemessene Rechnungslegungs- oder Publizitätsvorschriften sehen sich erhöhtem Rechtfertigungszwang ausgesetzt, sofern sie als ungerechtfertigte Behinderung für die wirtschaftliche Entwicklung international operierender Unternehmen empfunden werden. Das Resultat ist kein Wettlauf um das großzügigste Recht, sondern ein Wettstreit um wirtschaftliche Effektivität.

Mittlerweile hat die ökonomische Forschung den Juristen in Erinnerung gerufen, daß Rechtsvorschriften, im vorliegenden Kontext Anlegerschutzbestimmungen, erhebliche Auswirkungen auf wirtschaftliche Entwicklungen haben können und daher eine nicht zu vernachlässigende Größe im weltweiten Ringen um Kapital und Wohlstand darstellen⁹.

4. Die Globalisierung der Unternehmensstrukturen ist eine Erscheinungsform des bereits erwähnten Phänomens: Um im internationalem Wettbewerb mitzuhalten, beschränkt sich eine zunehmende Zahl von Unternehmen nicht mehr darauf, in zahlreichen Rechtsordnungen über eine

⁸ Es existieren zahlreiche Beispiele für die Auswirkungen dieser Krisen auf gesellschaftsrechtliche Entwicklungen. Der Einfluß der Mannesmann-Übernahme auf das deutsche Übernahmerecht wird erst in späteren Untersuchungen in aller Deutlichkeit hervortreten. Die als historisch zu bezeichnende Übernahme der Société Générale de Belgique durch die französische Suez hat nicht nur in Belgien eine intensive Diskussion ausgelöst, sondern auch zu ausgedehnten Gesetzgebungsaktivitäten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts geführt (vgl. L. 2 März 1989 und DR vom 8. November 1989); zugleich wurde die Wahrnehmung des Unternehmens und die Mechanismen der Unternehmensführung beträchtlich beeinflusst. Vgl. für eine frühe Stellungnahme BENOIT-MOURY, *Journal des Tribunaux* 1988, 217; weiterführend die Studie der Journalisten VANDEN DRIESCHE, *Poker d'enfer, OPA sur la Générale de Belgique*, 1988; DELVAUX/MICHELSEN, *Le bal des empires, les dessous du capitalisme belge*, 1999.

⁹ Vgl. LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SHLEIFER/VISHNY, *Journal of Finance* 1997, 1131; LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/A. SHLEIFER/VISHNY, *Journal of Political Economy* 1998, 1113; LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SHLEIFER, *Journal of Finance* 1999, 471; LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SHLEIFER/VISHNY, *Investor Protection and Corporate Governance*, working paper Harvard University, 2000.

Repräsentanz zu verfügen, sondern wird tatsächlich tätig und läßt sich dort nieder. Das relativ junge Phänomen¹⁰ des grenzüberschreitenden vollständigen Unternehmenszusammenschlusses beziehungsweise der grenzüberschreitenden Übernahme ist der greifbarste Ausdruck dieses Globalisierungsaspekts: DaimlerChrysler, CityCorp, Vodafone, Aventis, Time-Warner und EMI, Nissan oder Volvo stellen allesamt Fälle dar, die an der Spitze dieser Entwicklung der letzten Jahre standen. Ihnen kommt noch eine weitergehende Bedeutung zu: die beeindruckenden Zahlen für grenzüberschreitende Direktinvestitionen, die von Firmen in aller Welt getätigt wurden, zeugen von der Entstehung eines weltweiten Wirtschaftssystems, in dem ein allseitiger Wettbewerb der beteiligten Unternehmen herrscht.

Verstärkt wird diese Entwicklungstendenz durch zahlreiche, seit der zweiten Hälfte der achtziger Jahre erfolgten Privatisierungen: Diese haben einige der großen Spieler an die Märkte (zurück)gebracht. Die Privatisierungen haben zudem einige der stärksten Reformkräfte in unseren Wirtschaftssystemen entfesselt; dies gilt insbesondere, aber nicht ausschließlich für die Branche TMT (Telekommunikation, Medien, Technologie)¹¹. Wiederum erweisen sich der Binnenwettbewerb und, in steigendem Maße, der grenzüberschreitende Wettbewerb als die zugrundeliegenden Triebkräfte des Wandels.

Jedoch ist die ansteigende Größe nur ein Teil der Botschaft: Die Unternehmen haben sich zunehmend auf ihr Kerngeschäft konzentriert, was zu zahlreichen Verkäufen von Abteilungen und Tochtergesellschaften, zu Abspaltungen und zur Rückabwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen führte. Neue Dimensionen der Unternehmenspolitik waren und sind gefragt, um das Unternehmen zu einem immer flexibleren und beweglicheren Teilnehmer des weltweiten Wettbewerbs zu machen.

5. Bestimmte Ursachen des Wandels betreffen die Nachfrageseite. Das neu erwachte Interesse an Aktieninvestitionen, das Mitte der neunziger Jahre einsetzte, zeitigt weiterhin weitreichende Auswirkungen, und zwar nicht nur auf die Wertpapiermärkte und deren Struktur, sondern mittelbar auch auf die Tätigkeit der Gesellschaften. Mit sinkenden Inflationsraten und zugleich fallenden Zinsen wendeten sich die Investoren verstärkt Wertpapieren, insbesondere Aktien als Anlageform zu. Diese führten zu einem beeindruckenden Anstieg der Marktpreise sowie zahlreichen neuen Emissionen hauptsächlich von Markteinsteigern. Erstmals seit über dreißig Jahren ist die Zahl der börsennotierten Gesellschaften beträchtlich gestiegen.

¹⁰ Jedoch bieten sich horizontale Unternehmenszusammenschlüsse unter Beteiligung von Unternehmen zweier Rechtsordnungen gegebenenfalls als effektive Alternative zu grenzüberschreitenden vollständigen Übernahmen an. Vgl. WYMEERSCH, in: Horn, Cross-border mergers and acquisitions and the law, zur Veröffentlichung vorgesehen.

¹¹ Mit Ausnahme der Telekommunikation sind ehemalige öffentliche Wasser- und Stromversorgungsbetriebe zu Hauptakteuren auf den Weltmärkten geworden.

Die Aktionärszahl hat dramatisch zugenommen¹². Zugleich treten die Aktionäre zunehmend in der Form der institutionellen Investoren auf¹³, die sich aktiv am Markthandel beteiligen und oft an kürzerfristigen Erträgen interessiert sind. Die dauerhafte Verbundenheit mit den Gesellschaften hat sich verringert, und diese Entwicklung hat beträchtliche Konsequenzen für die Führung der Gesellschaften. Die Manager sind den Kapitalmärkten gegenüber verantwortlich geworden, nicht den Unternehmen. Sie werden vom Vorstand bestellt, aber (de facto) durch die Märkte abberufen. Aus diesem Grund wird die Schaffung von „Shareholder value“ zu einer primären Zielsetzung jeder Unternehmenspolitik. Die Mechanismen der Unternehmenskontrolle haben sich verändert: Übernahmen - und ihr Gegenstück, Vorkehrungen zum Schutze vor Übernahmen - werden gemeinhin als zweckdienliche Instrumente betrachtet, um schwächere Mitbewerber auszusondern und die Geschäftsführung zu überwachen und zu kontrollieren.

6. Die bedeutendste Veränderungsursache auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts besteht unzweifelhaft im direkten und indirekten Einfluß, der von den Wertpapiermärkten ausgeht¹⁴. Einerseits verändern die Märkte die bestehende Machtbalance in den größten Unternehmen: Übernahmen, Zusammenschlüsse und andere Restrukturierungsmaßnahmen führen zu neuen Kontrollbeziehungen. Andererseits fungieren die Märkte als Hauptantriebskraft für die Veränderung und Internationalisierung des gesetzlichen Umfelds und bewirkten die Transplantation von Rechtsregeln, wie dies noch vor fünfzig Jahren unvorstellbar gewesen war. Wer hätte erwartet, daß Unternehmensübernahmen sich als eine der bedeutsamsten Komponenten der gesellschaftsrechtlichen Entwicklung erweisen würden? Entsprechendes gilt für die Vorschriften zur Rechnungslegung und zum Insiderhandel, für die Rolle der institutionellen Investoren und, seit neuestem, für die Corporate-Governance-Bewegung. In den genannten Rechts- und Sachgebieten ergeben sich mit der Bildung von grenzüberschreitenden Handelssystemen (Euronext und iX)¹⁵ neue Entwicklungen in unserem unmittelbaren Umfeld, während zugleich neue Bande zwischen in verschiedenen Teilen der Welt existierenden Märkten geknüpft werden (Zusammenschluß mit NYSE, Nasdaq, TSE u.a., sowie private Electronic Communication Networks/ECNs als Marktneulinge). Im Gesellschaftsrecht werden sich zunehmend wechselseitige Abhängigkeiten herausbilden; Entwicklungen in anderen Rechtsordnungen und letztlich der Einfluß der weltweiten Wertpapiermärkte werden es

¹² Vgl. Tabelle 46, in WYMEERSCH, „A status report“, in: HOPT et al., Comparative Corporate Governance. The state of the art and emerging research, 1998.

¹³ Vgl. OECD, Institutional investors in the new financial landscape, 1999. Allgemein zu diesem Thema BAUMS/BUXBAUM/HOPT, Institutional Investors and Corporate Governance, 1994; STAPELDON, Institutional shareholders and corporate governance, 1996.

¹⁴ Einen umfassenden Überblick über die Funktionen der Wertpapiermärkte sowie ihre Strukturen in den wichtigsten europäischen Staaten bieten HOPT/RUDOLPH/BAUM, Börsenreform, 1997.

¹⁵ Hinsichtlich einiger Konsequenzen für die Gesetzgebung, die diese neue Marktstruktur auslösen wird, vgl. WYMEERSCH, Studie über „The harmonisation of Securities Regulation in Europe in the new trading environment, zur Veröffentlichung vorgesehen in FERRAN, Regulating European Markets.

zunehmend beeinflussen: aus all dem ergeben sich interessante Fragen nach der sachlichen Annäherung der Gesellschaftsrechtssysteme¹⁶.

7. Eine Grundsatzdiskussion über die am besten geeigneten Formen und Strukturen für eine effiziente Unternehmensleitung ist in der Entstehung begriffen: diesen Bereich könnten wertende Beurteilungen bezüglich der besten Corporate-Governance-Modelle zu hitzigen Diskussionen führen. Der Wettbewerb zwischen den verschiedenen Modellen ist bereits in vollem Gange und führt zu interessanten Mischformen. Die Debatte bezieht Grundsatzfragen mit ein, etwa die angemessenste Form oder Ebene der Regulierung (bindende Vorschriften im Gegensatz zu bloßen Ermächtigungsvorschriften, Schutzniveau und Schutzinstrumente, Grenzen der Gestaltungsfreiheit¹⁷) oder die Ausformung der Gesellschaftsstruktur in ein, zwei oder drei Leitungsstufen. Verschiedentlich wird der Stellung der anderen „stakeholders“ innerhalb des gesellschaftsinternen Entscheidungssystems eine große Bedeutung beigemessen: dabei ergeben sich neue agency-Probleme. Dessen ungeachtet wird die Funktion des privatrechtlich organisierten Unternehmens als hauptsächliche, wenn nicht gar alleinige Produktionseinheit nicht in Frage gestellt.

Untersucht und diskutiert wird weiter die Rolle der Aktionäre, und insbesondere der Großaktionäre, bei der innergesellschaftlichen Entscheidungsfindung, wobei die relativen Vor- und Nachteile des konzentrierten im Vergleich zum weitgestreuten Anteilsbesitz besondere Beachtung finden. Wiederum interessiert auch die Frage, ob sich gesellschaftsrechtliche Regelungsmuster annähern oder aber auseinander entwickeln¹⁸.

8. Auch wenn dies auf den ersten Blick wie Zukunftsmusik klingt, seien schließlich die voraussichtlichen Auswirkungen der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) für die Funktionsweise und – zu einem möglichen späteren Zeitpunkt – für die gesetzliche Regelung der Gesellschaften erwähnt¹⁹. Die in einigen Rechtsordnungen bereits übliche Anwendung dieser

¹⁶ COFFEE Jr., 93 Nw U.L. Rev 641 (1999), HANSMANN/KRAAKMAN, The End of History for Corporate Law, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=204528; auch RENNEBOOG, Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets, Eindhoven Conference, 4. –5. November 1999, demnächst erscheinend; vgl. BRATTON/MCCAHERY, 38 Col. J. Transnational law 213 (1999); BRANSON, 34 Georgia L.R. 669 (2000).

¹⁷ Dieses Thema ist insbesondere in Deutschland Gegenstand der wissenschaftlichen Diskussion: LUTTER/WIEDEMANN, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, ZGR-Sonderheft Nr. 13, 1998.

¹⁸ Vgl. hierzu BEBCHUK/ROE, 52 Stanford L.R., 127 (November 1999); ROE, Political preconditions to Separating Ownership From Corporate Control, Working Paper 155, Columbia Center for law and Economic Studies, 21. Januar, 2000.

¹⁹ Vgl. den Tagungsbericht der Düsseldorfer Konferenz zum Unternehmensrecht und Internet, 12.-13. Mai 2000, organisiert von Prof. U. NOACK, zur Veröffentlichung vorgesehen in Multi Media und Recht; HASSELBACH/SCHUMACHER, ZGR 2000, 258; NOACK, ZGR 1998, 592; G. SPINDLER, ZGR 2000, 420;

Technologien betrifft vor allem die Organisation der Wertpapiermärkte, in zunehmendem Maße aber auch die Verbesserung der internen Funktionsweise der Gesellschaften. Die Märkte werden zukünftig um die Gunst der Investoren ringen, indem sie eine verbesserte Verbreitung der an das breite, insbesondere internationale Publikum gerichteten Informationen mit der Folge anbieten, daß sich die internationale Streuung des Anteilsbesitzes erhöht und letztlich die Finanzierungskonditionen verbessern. Gegenwärtig wird die Schaffung von Rechtsvorschriften zur Beseitigung von Kollektivhandlungsproblemen diskutiert, und zwar hauptsächlich mittels der Zulassung einer Stimmabgabe außerhalb der Hauptversammlung²⁰. Langfristig mögen sogar noch grundlegendere Veränderungen bevorstehen, die sich auf das Prinzipal-Agenten-Verhältnis als einen der grundlegenden Bausteine gesellschaftsrechtlicher Untersuchungen auswirken.

9. Zusammenfassend lassen sich die folgenden Hauptantriebskräfte zukünftiger Veränderungen im Gesellschaftsrecht benennen:

- die Internationalisierung und der institutionelle Wettbewerb, der auch zwischen den einzelnen Vorschriften des Gesellschaftsrechts und den Gesellschaftsrechtssystemen als solchen herrscht;
- der Einfluß der Wertpapiermärkte;
- die Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT).

Diese drei Faktoren sind selbstverständlich intensiv miteinander verwoben; die hauptsächliche Triebfeder scheint jedoch im verstärkten internationalen Wettbewerb zu bestehen, der sich auf das ganze Rechtssystem auswirkt und durch dieses vermittelt wird.

10. Die Gesetzgeber haben auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts einige grundlegende Weichenstellungen zu treffen. Viele der zu entscheidenden Fragen stehen seit langer Zeit im Raum und haben bislang je nach Rechtsordnung und auch je nach dem Zeitpunkt der Fragestellung unterschiedliche Antworten erfahren. Nur einige der gefundenen Antworten können hier in Erinnerung gerufen werden.

vgl. ferner WYMEERSCH, Die Harmonisierung des Gesellschaftsrechts im Zeitalter von Internet, FS Lutter, 2000.

²⁰ Vgl. das deutsche Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung. Regierungsentwurf vom 10 Mai 2000, <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/service/hv/nastrag.htm>.

Besteht überhaupt ein Bedürfnis für die gesetzlichen Regelungen des Gesellschaftsrechts, und wie weit sollte die gesetzliche Regelung gehen, oder sollte dieser Bereich privater Initiative überlassen bleiben? Sollte das Gesetz eine dispositive Rechtsordnung mit Reservefunktionen schaffen oder nur diejenigen Punkte regeln, bei denen sich der Gesetzgeber aufgrund seines Schutzauftrages zum Einschreiten verpflichtet sieht? Ist eine gesetzliche Regelung mit Kostenvorteilen verbunden?

Nicht ein einziger Staat hat die Gründung von Gesellschaften bislang völlig freigegeben. Dies mag mit dem Bedürfnis zusammenhängen, eine gewisse Kontrolle über diese juristischen Entitäten zu behalten; auch hängt dies mit der traditionellen Rechtsauffassung zusammen, wonach der Staat das rechtliche Privileg der Rechtsfähigkeit verleiht²¹. Bei Verfolgung eines merkantilistischen Ansatzes liegt es im staatlichen Interesse, das Privileg der Rechtsfähigkeit sowie die Bedingungen zur Erlangung dieser Rechtsfähigkeit unter Kontrolle zu halten.

Es gibt jedoch auch die wirtschaftlichen Argumente: Staaten, die über gute, effiziente Gesellschaftsrechte verfügen, flößen mit hoher Wahrscheinlichkeit Vertrauen in diese Rechtsordnung ein, ziehen Investoren an, fördern den Ruf der Gesellschaften und lassen erwarten, daß sich ausländische Gesellschaften in ihrem Hoheitsgebiet gründen und niederlassen werden. Ein verlässliches und ausgewogenes Gesellschaftsrechtssystem gehört zu den Faktoren, von denen man erwarten kann, daß ihnen Gewicht bei internationalen Ratings zukommt. Wie bereits erwähnt, trägt ein funktionierendes Gesellschaftsrecht zur effizienten und sicheren Funktionsweise eines Wirtschaftssystems bei.

11. Welche Interessen gilt es zu schützen: Diejenigen am Unternehmen und dessen Fortbestand als solchen oder eher diejenigen der Gesellschafter - unter der Voraussetzung, daß Gläubigerinteressen nicht gefährdet werden -? Ist das Gesellschaftsrecht ein Vehikel, um breitere gesellschaftliche und Allgemeinwohlinteressen zu befördern, und sollten diese sozialen Interessen in den innergesellschaftlichen Entscheidungsprozeß einfließen? Oder liegt der Hauptzweck des Gesellschaftsrechts darin, den Wert der Aktien zu wahren? Sind z.B. die Rechnungslegungsvorschriften hauptsächlich für die Rechnungslegung der Gesellschaft konzipiert, oder dienen sie zugleich weitergehenden sozialen Interessen?

Nach überwiegender Ansicht dient das Gesellschaftsrecht letztlich den Interessen der Gesellschafter als den residualen Risikoträgern²². Dies bedeutet nicht, daß die Interessen anderer Personen – die häufig als „stakeholders“ bezeichnet werden – unberücksichtigt bleiben sollen. Die Regelung dieser Interessen ist aber keine Aufgabe des Gesellschaftsrechts, sondern Bestandteil des Schutzauftrags anderer Bereiche des Rechtssystems (Arbeitsrecht, Umweltrecht etc.). Der Entscheidungsfindungsprozeß, der dem gesellschaftsrechtlichen System zugrunde liegt, sollte nicht auf andere Zielrichtung ausgerichtet werden, weil andernfalls seine ökonomische

²¹ Vgl. die historische Analyse bei BLUMBERG, *The multinational challenge to corporation law: the search for a new corporate law, the search for a new corporate personality*, 1993.

²² Zum Shareholder value vgl. MÜLBERT, ZGR 1997, 129; FERRARINI, *Shareholder Value, a new standard for company conduct*, in *Company Law and Capital Market Law*, zur Veröffentlichung vorgesehen.

Effizienzorientierung geschwächt würde. In Rechtsordnungen, die die Arbeitnehmermitbestimmung kennen, mag das Unternehmensinteresse den unmittelbar zu verfolgenden Gesellschaftszweck darstellen, während die Gesellschafterinteressen eine aus dem Unternehmensinteresse abzuleitende Größe darstellen. Im niederländischen Gesellschaftsrecht, und einige Stimmen im Schrifttum anderer europäischer Rechtsordnungen unterstützen dies nachhaltig, stellt das Fortbestehen des Unternehmens den ausschlaggebenden Verhaltensmaßstab für jegliches Handeln der Gesellschaftsorgane dar²³.

Demzufolge wird das Gesellschaftsrecht gewöhnlich als Teil des Privatrechts eingestuft, das den Interessen von Privater dient, nicht aber dem gesamtgesellschaftlichen oder staatlichen Interesse. Sofern der Schutz sozialer Belange angezeigt ist, sollte dieser mittels der Schaffung angemessener gesetzlicher Regelungen verwirklicht werden.

12. Sollten gesetzliche Gestaltungsmöglichkeiten einheitlich sowohl großen als auch kleinen Unternehmen offen stehen? Sollte die Wahl zugunsten eines ein- oder zweistufigen Systems der Gesellschaftsformen ausfallen, oder gar zugunsten eines vielschichtigen Systems, das es den Parteien überläßt, optimale Organisationsstufen zu gestalten? Für den Fall eines mehrstufigen Systems stellt sich die Frage nach dem notwendigen Regelungsinhalt für die oberste Ebene, also die der börsennotierten Gesellschaften. Sollte eine möglichst einfache Gesellschaftsstruktur angestrebt werden, die jenen Gesellschaften, die sich zugunsten der Reserverechtsordnung entschieden haben, ein Premium am Markt verschafft, oder sollten statt dessen komplexe Strukturen erlaubt werden - ungeachtet der damit verbundenen Abschlüsse in der Bewertung am Markt?

Bei der Gesamtstruktur des Gesellschaftsrechts besteht eine zunehmende Tendenz zu einem zwei- oder gar dreistufigen System: Börsennotierte Gesellschaften bilden die oberste Schicht und sind gemäß dem Typus der Aktiengesellschaft verfaßt, während die kleineren Gesellschaften zwischen verschiedenen Gesellschaftsformen wählen können (z.B. Aktiengesellschaft, Gesellschaft mit beschränkter Haftung). Befürwortet wird die Einführung noch flexiblerer Gesellschaftsformen (limited liability partnerships, Société anonyme simplifiée). Jedoch räumt keine europäische Rechtsordnung den Gesellschaften eine vollständige Gestaltungsfreiheit ein.

Die Ausdifferenzierung mehrerer Ebenen von Gesellschaften löst in Teilen das Problem zwingenden Gesellschaftsrechts: Diese Vorschriften scheinen auf der oberen Ebene erforderlich zu sein, bei der es stärker um den Anlegerschutz geht. Zu beachten ist allerdings, daß für weite Bereiche Offenlegungsvorschriften als Alternative zu substantiellen Regelungen in Betracht kommen (z.B. Mitteilung im Fall von Aktienrückkäufen oder beim Abschluß von Stimmrechtsvereinbarungen).

²³ Vgl. J.J.M. MAEIJER, NV 1989, 1; VANDER GRINTEN, Handboek voor de naamloze vennootschap en besloten vennootschap, 12. Aufl., 1992, Nr. 231, 406.

Für Gesellschaften mit geschlossenem Gesellschafterkreis (der zweiten und dritten Ebene) wird oftmals eine Absenkung der Regelungsdichte befürwortet, weil Minderheitsgesellschafter und Investoren ihre Interessen eigenverantwortlich wahren können. Die Entscheidung, ob die kleineren Gesellschaftsformen mehr Flexibilität bedürfen, dürfte vom Bestehen geeigneter, ultimativer Verteidigungsmittel abhängen (v.a. Austrittsrechte), die als Abschreckungsmittel gegen offensichtlich mißbräuchliches Verhalten der Mitgesellschafter dienen. In diesem Teilbereich könnte ein intensiverer Gläubigerschutz notwendig sein: Vorschriften zum Schutz des gesetzlichen Kapitals sind das traditionelle europäische Gläubigerschutzinstrument; interessanterweise gewährleisteten die Vereinigten Staaten einen effektiven Gläubigerschutz unter völligem Verzicht auf gesonderte Kapitalschutzvorschriften.

Es bestehen gute Gründe, insgesamt eher dispositives Recht vorzusehen und dadurch die Transaktionskosten sowohl *ex ante* als auch im Falle späterer Auseinandersetzungen zu senken.

B. Die Hauptantriebskräfte des gesellschaftsrechtlichen Wandels

I. Internationalisierung und institutioneller Wettbewerb

13. Auf den ersten Blick erscheint das Gesellschaftsrecht als eine Angelegenheit, der räumlich begrenztes Interesse zukommt: Fällt das Gesellschaftsrecht in den Vereinigten Staaten etwa nicht in die Gesetzgebungskompetenz der einzelnen Bundesstaaten?

Tatsächlich jedoch ist das Gesellschaftsrecht keineswegs räumlich gebunden, sondern reagiert sehr sensitiv auf den von anderen Rechtsordnungen ausgehenden Wettbewerbsdruck. Dieses Phänomen läßt sich unter verschiedenen Blickwinkeln betrachten.

Zunächst aus dem Blickwinkel des Rechtsanwenders: Unternehmer erstreben die ihnen günstigste Problemlösung. Dieser Befund gilt erstens für die Wahl einer bestimmten Gesellschaftsform. Den USA wohlvertraut ist der Wettbewerb auf der Basis der vom einzelstaatlichen Gesellschaftsrecht bestimmten Möglichkeiten der Satzungsgestaltung; führende Autoren beurteilen ihn als vorteilhaft²⁴. Auch in Europa herrscht Wettbewerb bei der Wahl der Gesellschaftsform: Innerhalb einer Rechtsordnung kann jede Gesellschaftsform als Wettbewerber der übrigen Gestaltungsformen betrachtet werden. Einige Situationen sind besonders augenfällig und lassen sich nur als Folge eines ausgeglichenen oder unausgeglichenen Konkurrenzverhältnisses zwischen den Gesellschaftsformen erklären. Warum existieren nur ungefähr 4000 Aktiengesellschaften in Deutschland (170000 Aktiengesellschaften in Frankreich), während zugleich mehr als eine halbe

²⁴ Zu diesem Wettbewerbsaspekt vgl. ROMANO, 8 Cardozo L.R. 709 (1987); for the securities field see ROMANO, in: Hopt et al., aaO (Fn. 11), S. 143; MERKT, RabelsZ 59 (1995), 545.

Million Gesellschaften mit beschränkter Haftung (700000 in Frankreich) bestehen? Gegenteilig liegt es in der Schweiz²⁵.

Bisweilen werden ganze gesellschaftsrechtliche Strukturen mit Blick auf den Wettbewerb der Rechtsordnungen ins Werk gesetzt: Wenn eine Rechtsordnung nicht über die geeigneten Instrumente verfügt, fliehen die Parteien aus diesem Rechtssystem. Der Erfolg des niederländischen Gesellschaftsrechts beruht teilweise auf seiner Flexibilität. Allerdings ist in diesem Zusammenhang auch auf die günstigen steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten hinzuweisen.

In gewisser Weise komplexer liegt es beim Beispiel der in den Niederlanden gegründeten italienischen Gesellschaft Gucci, deren Aktien in Amsterdam gehandelt wurden: Die Wahl der Gesellschaftsniederlassung diente ersichtlich dem Zweck, sich der vom niederländischen Recht erlaubten weitreichenden Abwehrmaßnahmen bedienen zu können. Das Vorhaben war insofern erfolgreich, als sich Gucci der „erstickenden Umarmung“ von LVMH erwehren konnte²⁶.

14. Aus Sicht des Gesetzgebers besteht ein vergleichbarer Wettbewerbsdruck. Die Gesetzgeber kopieren vielfach die Erfindungen anderer Rechtsordnungen, um den eigenen Regelungsansatz effizienter und perfekter zu gestalten. Die Entwicklung eigenartiger Lösungsmechanismen kann sich als nützlich erweisen, hat aber ihren Preis: Die konzeptionelle Entwicklung und prozessuale Erprobung des geschaffenen Regelwerks ist kostenintensiv. Wenn es sich um zwingende Vorschriften handelt, kann dies potentielle Rechtsunterworfenen abschrecken. Diese Gesetzgeber schonen eigene Ressourcen, indem sie einfach Vorschriften kopieren, die in konkurrierenden Rechtsordnungen bereits in Kraft sind²⁷. Diese „de facto Harmonisierung“ erhöht das Vertrauen der Rechtsunterworfenen und verschafft der neugeschaffenen Vorschrift einen Vertrauensvorschuß, weil diese bereits von anderen, insbesondere erfahreneren Gesetzgebern verabschiedet wurde.

Der amerikanische Model Business Corporation Act steht zugleich für den Versuch, ein gutes, erprobtes Gesellschaftsrecht einzuführen, ohne daß der Gesetzgeber die Kosten für die Entwicklung eines eigenen Gesetzeswerks aufbringen müßte. Zugleich vermittelt die gesicherte

²⁵ Bis zu dem Zeitpunkt, in dem in der Schweiz die belastenden gesetzlichen Anforderungen gesenkt wurden. In Deutschland hat sich die Zahl der Aktiengesellschaften aufgrund der gesetzlichen Einführung der „kleinen AG“ erheblich auf ungefähr 7.500 erhöht. Zu einem vergleichbaren Phänomen im belgischen Recht vgl. WYMEERSCH, in: *Miskende vennootschapsvormen*, 1991, S. 153ff.

²⁶ Vgl. zur Gucci Entscheidung: Ondernemingskamer 3. und 4. März 1999, TWS 1999, 246; m. Anm. BARTMAN, und CA Amsterdam 27. Mai 1999, Bull. Joly Bourse 1999; Anm. D. SCHMIDT, Bull. Joly Sociétés 1999, 874; vgl. ferner die Anmerkungen von BARTMAN, TVVS 1999, 138; HR 27 September 2000, http://www.rechtspraak.nl/hoge_raad.

²⁷ Die besten Beispiele finden sich in der frühen Gesetzgebung zum Gesellschaftsrecht: Das luxemburgische Gesellschaftsrecht von 1913 kopierte fast wortgetreu das belgische Gesellschaftsrecht, während das belgische Recht sich teilweise am französischen Modell orientierte. Der Nordic Council, das Kooperationsmodell der skandinavischen Staaten, ist ein weiteres Beispiel, obgleich er auf einem eher institutionalisierten Modell beruht.

Rechtsprechung der einbezogenen Rechtsordnungen dem Rechtsanwender eine gewisse Sicherheit. Eine ähnliche systematische Vorgehensweise wird für den europäischen Rechtsraum vorgeschlagen²⁸. In der Tat kann hierin eine geeignete Lösung für diejenigen Staaten liegen, die noch kein Gesellschaftsrecht verabschiedet haben oder über veraltete Vorschriften verfügen.

Die Übernahme von Vorschriften und Bestimmungen aus anderen Rechtsordnungen war bislang eine regionale Erscheinung, beispielsweise innerhalb Europas oder der Vereinigten Staaten. Inzwischen scheint sich dieses Vorgehen auf der internationalen Ebene fortzusetzen. Gefördert und getragen wird diese Entwicklung in der Hauptsache von den Wertpapiermärkten: Die Märkte haben den Unternehmen das Bewußtsein für den Wert vermittelt, der Aktienrückkäufen als Mittel zur Verwendung überschüssiger Geldmittel zukommt; das traditionelle Gesellschaftsrecht stand dieser Vorgehensweise äußerst kritisch gegenüber²⁹. Die unter Wettbewerbsdruck stehenden Gesetzgeber können sich der Verabschiedung von Vorschriften, die in effizienteren Wirtschaftssystemen verwendet werden, nur schwer entziehen.

15. In einem zunehmend international ausgerichteten Geschäftsumfeld legen die Unternehmen Wert auf Rechtssysteme, die mit hoher Wahrscheinlichkeit die Gründungskosten und die durch das Rechtssystem verursachten Kosten reduzieren. Die Inanspruchnahme eines ausländischen Rechtssystems ist kostspielig, zeitaufwendig und schafft Unsicherheitsfaktoren, ja sogar Risiken der faktischen Durchsetzbarkeit. Daher werden die Unternehmen versuchen, unter ihrem Heimatrecht zu verbleiben; dieses Bedürfnis bildet eine der hauptsächlichen Triebkräfte hinter der Gründungstheorie. Diese ermöglicht den Unternehmen die Errichtung ausländischer Niederlassungen, ohne daß sie zugleich der örtlichen Rechtsordnung unterworfen sind. Es ist wohl bekannt, daß der niederländische Gesetzgeber im Jahre 1956 die Sitztheorie (tatsächlicher Verwaltungssitz) zugunsten der Gründungstheorie aufgab, um den großen multinationalen niederländischen Konzernen die Errichtung ausländischer Zweigniederlassungen zu ermöglichen, die dem niederländischen Recht sogar dann unterliegen, wenn sie von den Niederlanden aus geführt werden. Angeblich wurde die Neuerung mit dem Ziel geschaffen, die Erdölbohrplattformen den Verbleib im Anwendungsbereich des niederländischen Rechts zu ermöglichen.

Die Entscheidung zugunsten der Gründungstheorie hat bedeutsame Auswirkungen auf die Möglichkeit, den Wettbewerb der Rechtsordnungen zu verstärken. Die Gründungstheorie erlaubt es den Gründern, sich gleichsam auf einem Einkaufsbummel das effizienteste, zweckmäßigste Rechtssystem zu besorgen (*regulatory competition*). Auf dieser Zielsetzung beruht die Entscheidung vieler, sogar der größten US-amerikanischer Gesellschaften zugunsten des Gesellschaftsrechts von Delaware. In Europa präsentiert sich dem Betrachter bekanntlich ein uneinheitliches Bild: Die meisten Staaten, die der Sitztheorie anhängen, sind darauf bedacht, die ausländischen Neuankömmlinge einer Kontrolle zu unterwerfen und zu verhindern, daß ihre

²⁸ EBKE, The International Lawyer 1997, 961.

²⁹ Art. 19 der Zweiten gesellschaftsrechtlichen EG-Richtlinie bringt - anders als der ursprüngliche Entwurf - diese restriktive Haltung zum Ausdruck.

Unternehmen allzuleicht abwandern können. In diesem Bereich, in dem die Mitgliedstaaten keine Einigung erzielen konnten, hat möglicherweise der EuGH die Pattsituation aufgelöst. In seiner Centros-Entscheidung vom März 1999 befand der Gerichtshof, daß eine in Großbritannien gegründete Gesellschaft, die weder über eine Haupt- noch eine Zweigniederlassung in Großbritannien verfügte, ihre Hauptniederlassung in Dänemark errichten konnte, und daß ihr daher der Zugang vom dänischen Registergericht nicht unter Verweis darauf verwehrt werden konnte, daß sie dem dänischen Recht, insbesondere den strengen dänischen Mindestkapitalerfordernissen, nicht entsprach³⁰. In der Lehre wird dieses Urteil verschiedentlich als der Beginn der Einführung eines europaweiten Systems angesehen, das auf der Gründungstheorie fußt³¹. Wir werden weitere Entscheidungen des EuGH abwarten müssen, um zu wissen, ob diese Interpretation des Centros-Urteils zutrifft. In der Zwischenzeit ist die Diskussion eröffnet, und die in Frage stehenden wirtschaftlichen Interessen werden klarer als je zuvor benannt.

16. Im Bereich der börsennotierten Gesellschaften bildet weniger der Satzungswettbewerb als vielmehr der Einfluß der Wertpapiermärkte die treibende Kraft, auf der der Wettbewerb der Rechtsordnungen beruht. Angesichts der wahrhaften Internationalisierung dieser Märkte findet der Wettbewerb auf weltweiter Basis statt. Abweichende Praktiken und Gestaltungen werden mit einem niedrigeren Preisverhältnis geahndet. Die betroffenen Gesellschaften werden wirtschaftliche Einbußen erleiden, weil sie ungünstigere Finanzierungsbedingungen hinnehmen müssen; auf längere Sicht wird der gesamte Markt leiden (z.B. der Markt für Neuemittenten, aber auch der Markt für Dienstleistungen der rechtsberatenden Berufe und der Wirtschaftsprüfer). Der Handlungsspielraum des Gesetzgebers hinsichtlich der Gestaltungen, die er für diese börsennotierten Gesellschaften verfügbar machen kann, ist daher beschränkt. Diesbezügliche Experimente mögen auch zukünftig versucht werden, aber außerhalb des Bereichs der Wertpapiermärkte verbleiben, so daß etwaige Sanktionen weit weniger streng ausfallen. Diese Fragen werden zusammen mit der Darstellung des Einflusses der Wertpapiermärkte behandelt.

17. Auf europäischer Ebene hat sich der Wettbewerb der Rechtsordnungen als nützliches Mittel erwiesen, um die Gesetzgeber einerseits bei der kostengünstigen Entwicklung neuartiger Lösungen zu unterstützen und sie andererseits dazu zu veranlassen, konkurrierende Rechtsinstitute anderer Mitgliedstaaten bei ihren Überlegungen einzubeziehen. Hat ein Staat einen

³⁰ Vgl. EuGH, 9. März 1999, C-212/97; es seien nur einige Urteilsanmerkungen aus deutschsprachigen Zeitschriften genannt: SEDEMUND/HAUSMANN, BB 1999, 810; W. MEILICKE, DB 1999, 627; Neye, EWiR 1999, 259; G.H. ROTH, ZIP 1999, 861; WERLAUFF, ZIP 1999, 867; CASACANTE, RIW 1999, 450; FREITAG, EuZW 1999, 269; EBKE, JZ 1999, 656; ULMER, JZ 1999, 662; HÖFLING, DB 1999, 1206; SANDROCK, BB 1999, 1337; KINDLER, NJW 1999, 1993.

Vgl. für Frankreich: DOM, Bull. Joly soc. 1999, 708.

³¹ Vgl. ULMER, JZ 1999, 662; WERLAUFF, ZIP 1999, 867.

nützlichen Gesellschaftstyp erst einmal eingeführt, sind andere Staaten möglicherweise zur Übernahme dieser Rechtsform bereit: Die französische SAS steht bei einigen Gesetzgebern auf der Liste umzusetzender Projekte, z.B. in Belgien und Italien; die Einführung dieser neuen Gesellschaftsform wird um so wahrscheinlicher, wenn sie zuvor in der anderen Rechtsordnung erfolgreich erprobt wurde. Aber dieser „Verpflanzungsvorgang“ kann Zeit in Anspruch nehmen und zusätzlichen Druck bedürfen: Die EWIV (Europäische Wirtschaftliche Interessenvereinigung) war zunächst auch eine recht erfolgreiche französische Formel, wurde im restlichen Europa jedoch erst eingeführt, als eine europäische Verordnung³² diese Gesellschaft gemeinschaftsweit verfügbar machte. Die amerikanische „limited liability partnership“ oder auch LLP ist im Vereinigten Königreich die offensichtlich erfolgreichere Gesellschaftsform.

Wie bereits erwähnt wurde, hindert der Wettbewerb der Gesetzgeber die Staaten, einst als nützlich eingestufte, inzwischen aber veraltete Vorschriften zu erlassen. Zugleich stellt dieser Wettbewerb Lösungen in Frage, die zwar einst als allgemeingültig akzeptiert wurden, deren sachliche Berechtigung heute jedoch fraglich erscheint. Er bewahrt vor gesetzgeberischen Neuerungen, ohne daß zuvor das entsprechende praktische Bedürfnis ermittelt oder ein alternativer Lösungsansatz erwogen würde. Für all dies existieren zahlreiche Beispiele: Vorschriften zur Bekämpfung des Handels mit noch nicht emittierten Aktien in der sog. Graumarktphase wurden im französischen und belgischen Recht des ausgehenden 19. Jahrhunderts zur Zügelung einer übermäßigen Spekulation geschaffen. Unter dem Einfluß des „Grauen Marktes“ und der verbreiteten Plazierungstechniken wurden diese Vorschriften aus dem Gesetzeswerk entfernt.

Die Vorschriften, die es der Gesellschaft untersagen, dritten Parteien ein Darlehen zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft zu gewähren, sind eine Entwicklung des britischen Fallrechts ab 1920; sie verbreiteten sich in der Folgezeit im gesamten Commonwealth und wurden von der 2. Richtlinie der EG gemeinschaftsweit eingeführt. Gegenwärtig werden diese Vorschriften aber in verschiedenen Staaten als Anomalie bewertet, die - zumindest im Vereinigten Königreich und Australien - abgeschafft oder doch abgemildert werden sollen.

Der Druck der Finanzmärkte kann Staaten auch zur Abschaffung bestimmter Vorschriften veranlassen: Einem Staat ist es nicht möglich, sich gegen Regeln zu sperren, die in einem konkurrierenden Nachbarland als zentrale Systemkomponenten eingeführt wurden. Der deutsche Widerstand z.B. gegen Übernahmen oder gegen die Abschaffung von Verteidigungsmaßnahmen im Vorfeld eines Übernahmeangebots³³ wurde teilweise aufgrund des Drucks anderer Staaten und deren Märkten aufgegeben.

³² Vgl. die Verordnung vom 25 Juli 1985, 2137/85/EWG, ABl. 1985 L 199/1.

³³ Die meisten diesbezüglichen Vorschriften wurden 1998 durch das KonTraG geschaffen (Gesetz über Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27. April 1998, BGBl., I/1998, S. 786). Vgl. HOMMELHOFF/MATTHEUS, AG 1998, 249.

18. Die Kräfte des Wettbewerbs beeinflussen nicht nur das Gesellschaftsrecht. Auch andere Gebiete sind indirekt betroffen: Beispielhaft genannt seien das Arbeits- und Sozialversicherungsrecht sowie das Umweltrecht.

In Zeiten zunehmender Knappheit an qualifizierter Arbeitskräfte bildet die Möglichkeit, die Mitarbeiter in irgendeiner Weise am Unternehmensertrag zu beteiligen, ein bedeutsames Instrument zur Rekrutierung intelligenter, hochqualifizierter Mitarbeiter dar. Rechtssysteme, in denen der Gesetzgeber keine geeigneten Regelungen für Aktienoptionen getroffen hat, befinden sich in einem Wettbewerbsnachteil gegenüber Rechtsordnungen, die derartige Möglichkeiten in hinreichendem Maße anbieten. Dies gilt nicht nur unter steuer- und sozialversicherungsrechtlichen Gesichtspunkten, sondern auch hinsichtlich des Gesellschaftsrechts. Wiederum wird deutlich, daß Rechtssysteme nicht länger autonom funktionieren.

Ähnliches gilt auch bezüglich der Verfügbarkeit betrieblicher Altersversorgungsmodelle, die die Einrichtung von Pensionsfonds beinhalten, sowie für die Möglichkeit, einmal erworbene Versorgungsansprüche mitnehmen zu können.

19. Ein größerer Freiraum für Wettbewerb zwischen gesellschaftsrechtlichen Vorschriften erweist sich als gewinnbringend: Der Wettbewerb reduziert die Transaktionskosten, weil die Systeme sich immer mehr aneinander angleichen und lokale Besonderheiten entfallen, während die Gesellschaften die aus ihrer Sicht effizienteste Rechtsform wählen. Insbesondere grenzüberschreitende Fusionen, Allianzen und sogar die einfache grenzüberschreitende Sitzverlegung unter Wechsel der Rechtsform sollten erleichtert werden. Die Kosten der Tätigkeit multinational operierender Gruppen sollten reduziert werden, zugleich sollten aber auch kleinere, lokal agierende Gesellschaften in den Genuß flexiblerer Organisationsformen kommen.

II. Entwicklungen der Wertpapiermärkte

20. Die Wertpapiermärkte bilden zweifellos die mächtigsten Triebkräfte für Veränderungen im Gesellschaftsrecht. Diese Märkte sind sogar in noch höherem Maße als die Produkt- und Dienstleistungsmärkte miteinander verknüpft und internationalisiert. Einflußreiche Integrationskräfte haben zu den kürzlich verkündeten Plänen für den Zusammenschluß oder die Verbindung der Handelsplattformen und in der Folge zum Ruf nach der Vereinheitlichung ihrer Regulierung geführt. In der Konsequenz ist ein steigender Einfluß des Marktes auf die Handlungsweise der Gesellschaften wahrscheinlich.

Die Wertpapiermärkte haben sich als starker Motor des Wettbewerbs zwischen den Gesellschaftsrechten und den Systemen von Gesellschaftsformen erwiesen. Dessen wahrscheinliches Ergebnis besteht in größerer Einheitlichkeit oder zumindest gesteigener Transparenz und Offenlegung. Das Ziel der Märkte und ihrer Organisatoren liegt in der

Gewinnung neuer Investoren: Um die Risiken aus voneinander abweichenden Rechtsvorschriften und Praktiken zu reduzieren, fordern die Investoren die Befolgung der von den führenden Märkten gesetzten Standards und lehnen anderslautende Regeln in zunehmendem Maße ab. Angesichts der Dominanz der nordamerikanischen Märkte ist das Vorherrschen US-amerikanisch geprägter Standards ein immanentes Merkmal des Gesamtsystems der internationalen Investitionen.

Diese Entwicklungen wirken sich unmittelbar aus auf die Gesellschaften mit börsennotierten Wertpapieren und die Gesellschaften, die zum Kreis der potentiellen Neuemittenten zählen. Darüber hinaus läßt sich gegenwärtig im Gesellschaftsrecht ein Angleichungsprozeß nach unten beobachten. Die Gesetzgeber neigen dazu, bestimmte, für die großen Gesellschaften geltende Verhaltensvorgaben auch auf kleinere Gesellschaften zu erstrecken. Dem Fallrecht kommt inzwischen Allgemeingültigkeit für alle Gesellschaften zu, zugleich befolgen kleinere Gesellschaften bisweilen freiwillig Verhaltensvorgaben, die für die größeren Gesellschaften oder von diesen entwickelt wurden³⁴.

21. Der Einfluß der Wertpapiermärkte auf das Gesellschaftsrecht und die gesellschaftsrechtliche Praxis ist vielschichtig. Nicht nur Gesetze und Verordnungen, sondern auch die tatsächlichen Praktiken sollten Berücksichtigung finden.

Gesetz- und Verordnungsgeber erlegen den Gesellschaften zusätzliche Anforderungen auf, entweder mit Beginn der Börsennotierung oder aber als Teil der von ihnen ausgeübten laufenden Aufsicht. Gesellschaften, die eine internationale Börsennotierung - insbesondere an einer amerikanischen Börse - anstreben, müssen den amerikanischen Standards nachkommen. Auch außerhalb der Vereinigten Staaten empfehlen die Investmentbanken, Rechnungsprüfer und Rechtsanwälte regelmäßig die Befolgung weitverbreiteter und erprobter internationaler Verfahrensweisen, die oftmals den amerikanischen Praktiken nachempfunden oder zumindest von diesen inspiriert wurden. Schließlich beteiligen sich die Gesellschaften von sich aus an einem Reputationswettbewerb: Um Investoren zu gewinnen, müssen das von ihnen geübte Verhalten und die von ihnen angewendeten Verfahren den an führenden Märkten praktizierten zumindest gleichkommen.

Die Bedeutung der Aufsichtsbehörden für die Entwicklung des Gesellschaftsrechts darf nicht unerwähnt bleiben. In Europa haben die Aufsichtsbehörden in zahlreichen Fällen Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensführung aufgestellt, bisweilen ohne eine

³⁴ Die Umsetzung der Zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie in die nationalen Rechte kann als Beispiel angeführt werden. In verschiedenen Staaten wurden die Gesellschaften mit beschränkter Haftung demselben strengen Regelungsansatz unterworfen, obwohl diese Gesellschaftsform nicht in den Anwendungsbereich der Richtlinie fällt. Auf diese Weise sollten übermäßige Diskrepanzen zwischen harmonisierten und nicht harmonisierten nationalen Gesellschaftsformen vermieden werden. Vgl. den ausführlichen Überblick bei SCHUTTE-VEENSTRA, Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG, 1991.

entsprechende gesetzliche Kompetenzgrundlage. Die Jahresberichte verschiedener Aufsichtsbehörden für den Wertpapierhandel zeugen von einem hohen Maß an Interventionen, die zumeist unter der Rubrik des „Anlegerschutzes“ geführt werden. Mehrere dieser behördlichen Vorschriften haben die nationalen Gesetzgeber entweder aus eigenem Antrieb übernommen, oder aber aufgrund einer europäischen Richtlinienvorgabe in nationales Recht umgesetzt.

Einige dieser Vorschriften eines „Quasi-Gesellschaftsrechts“ betreffen die heikelsten Fragen des heutigen Europäischen Gesellschaftsrechts. Das „listing agreement“ in der bis vor kurzem an der Londoner Börse gebräuchlichen Form³⁵ enthält interessante Regelungen zum Einfluß des herrschenden Aktionärs auf die börsennotierte Gesellschaft; auf diese Weise entsteht ein System des Rechts der Gesellschaftsgruppe, das sich im Grunde wenig von den Ideen des deutschen Konzernrechts unterscheidet³⁶. Im äußerst sensiblen Bereich der Unternehmensübernahmen sind die führenden Vorschriften das Ergebnis einer Selbstregulierung: Das Übernahmegremium (*Takeover Panel*) setzte jahrzehntelang Standards - sowohl in materieller Hinsicht als auch bezüglich der Offenlegungs- und Mitteilungspflichten - und inspirierte so Gesetzgeber bzw. Aufsichtsbehörden und sogar die Rechtsprechung in verschiedenen Teilen Europas und der gesamten Welt. Das „Panel“ hat in diesem sehr sensiblen Bereich eine recht wirksame Überwachung gewährleistet³⁷.

22. Corporate-Governance-Kodizes, also Hilfsmittel bei der Suche nach der geeignetsten Form der Unternehmensführung und -kontrolle, sind in verschiedenen Gegenden der Welt entstanden. Es handelt sich dabei zumindest teilweise um das Ergebnis der Bemühungen, das Verhalten jener Gesellschaften angemessener zu regulieren, deren Wertpapiere an den Märkten gehandelt werden³⁸. Häufig bestanden die Kodizes etablierenden Kommissionen zu einem guten Teil aus Mitgliedern der Regulierungsbehörden, aus deren Sicht die Kodizes als ein Instrument zur Förderung des Absatzes ihrer Dienstleistungen beim anlegenden Publikum erscheinen. Auch börsennotierte Gesellschaften und andere Teile der Geschäftswelt spielten eine aktive Rolle und illustrierten dadurch die Funktion der Kodizes als Instrumente, um das Vertrauen der Investoren in die nach den Kodizes lebenden Gesellschaften zu stärken. Emittenten auf der Suche nach den günstigsten Finanzierungsbedingungen sind bereit, sich einem strengeren Standard zu unterwerfen,

³⁵ Nach dem gegenwärtigen Regelungsansatz, d.h. nach dem Financial Services and Markets Act 2000, werden Wertpapiere von der FSA zur amtlichen Notierung zugelassen (s. 74). Die Londoner Börse ist mit der Durchsetzung dieser Vorschriften nicht länger betraut, die FSA hat jedoch angedeutet, daß sie keine Übernahme der Überwachungsaufgaben in diesem Bereich plant.

³⁶ Weiterführend WYMEERSCH, aaO (Fn 5).

³⁷ Dies würde insbesondere für das Pflichtübernahmeangebot gelten. Insoweit diene die englische Vorschrift als Vorbild für die frühe belgische (in den siebziger Jahren des 20. Jahrhunderts) und französische Regelung.

³⁸ Vgl. VAN DEN BERGHE/DE RIDDER, *International standardisation of Good Corporate Governance, best Practices for the Board of Directors*, 1999; die Autoren bieten einen detaillierten Überblick über den Inhalt der meisten Corporate-Governance-Kodizes, die vor 1999 in Kraft getreten sind.

wenn sie dadurch die Investoren überzeugen können, ihnen die dringend benötigten Finanzmittel zur Verfügung zu stellen³⁹.

Viele dieser Kodizes zeigen Anzeichen des internationalen Einflusses, unter dem sie konzipiert wurden. Unter den frühesten Beispielen sei der Cadbury Code of Best Practice genannt. Er wirkte als mächtiges Vorbild für ähnliche Initiativen in der ganzen Welt.

In der Zwischenzeit hat der Kodex der OECD, der sich an ein weltweites Publikum richtet, neue Perspektiven bezüglich der Bedeutung der Corporate-Governance-Regeln eröffnet. Sein Entstehungszusammenhang mit der Restrukturierung der Volkswirtschaften des Fernen Ostens ist allgemein bekannt.

23. Die traditionellen Corporate-Governance-Kodizes und die tatsächlichen Praktiken geben wichtige Informationen zur gegenwärtigen Anwendung und gebotenen Umsetzung bestimmter gesellschaftsrechtlicher Vorschriften. Die meisten Kodizes legen den Schwerpunkt auf die Rolle des Board und dessen Beziehungen zum Management. Andere erfassen auch die Beziehungen zwischen Board und Aktionären.

Über einige Themen besteht international Einigkeit: Der Board sollte nicht ausschließlich aus Insidern bestehen, es sollten auch externe Mitglieder oder sogar unabhängige Mitglieder bestellt werden. Die tatsächlich geübten Corporate-Governance-Praktiken sollten offengelegt werden. Die Vergütung, und zwar vorzugsweise in erfolgsabhängiger Form, sollte in ihrer Gesamtheit und, voraussichtlich, auch personenbezogen offengelegt werden. Ausschüsse, insbesondere der Bilanzausschuß, bezwecken eine Stärkung des Vertrauens der Investoren.

Die Wirkung dieser Kodizes geht über den einer bloßen Empfehlung hinaus: Einige der Regeln finden sich inzwischen in Gesetzesform wieder⁴⁰, während andere von der Rechtsprechung den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensführung zugeschlagen werden⁴¹. Schließlich bildet sich eine Art Tradition heraus, in der die Märkte - abweichend von

³⁹ Es ist umstritten, ob Corporate-Governance-Kodizes einen Einfluß auf Gesamtertrag der Aktie haben. Vgl. hierzu die allgemeinen Aussagen bei BHAGAT/BLACK, *Business Lawyer* 1998-1999, 921 und HOPT et. al., aaO (Fn. 11); vgl. zum Thema der IPO's GOERGEN, *Corporate Governance and Corporate Performance*, 1998. Vgl. zu besonderen Fragestellungen der Corporate Governance: (a) Mitglieder des Board als Aktionäre: BHAGAT/CAREY/ELSON, *Business Lawyer* 1998-1999, 885. (b) Anzahl der Mitglieder des Board und Unternehmenserfolg: YERMACK, *Journal of Financial Economics* 1996, 185; (c) Ausschüsse und Unternehmenserfolg: KLEIN, *Journal of Law and Economics* 1998, 275; (d) Unabhängige Mitglieder des Board: DONALDSON/DAVIS, in: *Corporate Governance - An International Review* 1994, S. 151ff.; (e) CEO-Vorsitzender des Board: DAHYA/LONIE/POWER, in: *Corporate Governance - An International Review* 1996, S. 71ff.

⁴⁰ Vgl. für das französische Recht: *Projet de loi du 22 mars 2000 (n° 2250) relatif aux nouvelles régulations économiques*; vgl. für Belgien den Bericht der Kommission De Grauwe, der dem Parlament im Laufe des Jahres 2000 vorliegen soll.

⁴¹ Vgl. Trib. de Bruxelles, 21. Dezember 1998, *Rev. Dr. Commercial Belge*, 2000, 401 mit Anm. WYMEERSCH; das Gericht bezieht sich ausdrücklich auf die in Belgien geltenden Corporate-Governance-Kodizes.

der bisweilen formal geltenden Regel „comply or abstain“ - die Gesellschaften dazu nötigen, die Nichteinhaltung bestimmter Prinzipien des anwendbaren Kodex zu rechtfertigen.

Obwohl bislang keine empirischen Befunde zur Frage vorliegen, ob die Befolgung von Corporate-Governance-Kodizes und den Praktiken einer ordnungsgemäßen Unternehmensführung den Investoren höhere Erträge verschafft,⁴² scheint es doch so zu liegen, daß institutionelle Investoren es kritisch sehen, wenn Unternehmen sich nicht einmal verbal zur Einhaltung von Corporate-Governance-Kodizes bekennen.

24. Eines der anschaulichsten Beispiele für den machtvollen Einfluß der Wertpapiermärkte auf das Gesellschaftsrecht bildet die Diskussion um die International Accounting Standards (IAS). Die Probleme sind allseits bekannt: Gesellschaften, die eine Notierung an der New Yorker Börse anstreben, müssen die US-amerikanischen Rechnungslegungsvorschriften, die US GAAP, erfüllen. Wie das Beispiel Daimler zeigt, kann das danach ermittelte Geschäftsergebnis beträchtlich von den Zahlen abweichen, die sich unter Anwendung der eigenen nationalen Rechnungslegungsstandards ergeben.

Nicht-amerikanische Gesellschaften bevorzugen die Anwendung der IAS, unabhängig davon, ob sie an der Börse notiert sind, Tochtergesellschaften börsennotierter Gesellschaften sind oder sich einfach an internationale Kapitalgeber wenden wollen. Die Anwendung der IAS kann in einigen Rechtsordnungen dem inländischen Recht widersprechen; daher ist deren Anwendungsbereich oft auf die Konzernbilanz beschränkt, der eine reine Informationsfunktion zukommt.

Das skizzierte Thema stand auch im Mittelpunkt der Verhandlungen zwischen den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union, die anscheinend kürzlich zum Abschluß gebracht wurden: Die SEC wird bei nicht in den Vereinigten Staaten ansässigen Gesellschaften künftig die Anwendung der IAS hinnehmen; zugleich werden die IAS in einer Überarbeitung den US-Standards weiter angeglichen als jetzt der Fall ist.

25. Im Zuge des steigenden Interesses an öffentlichen Wertpapiermärkten rückte das Thema des Anlegerschutzes in den Mittelpunkt des Interesses. Der traditionelle Anlegerschutz beruhte im wesentlichen auf Offenlegungspflichten und dem Angebot eines „liquid exit“ aus dem Marktgeschehen. In jüngerer Zeit wurden neue Techniken entwickelt. Zwei Vorgehensweisen sollen nachfolgend kurz dargestellt werden: die Rolle der institutionellen Investoren und die Rolle des Pflichtübernahmeangebots.

⁴² Das Tatsachenmaterial ist noch nicht schlüssig: Die im Juni 2000 durchgeführte McKinsey Studie (Survey on Investor Opinion) belegt, daß Investoren 18% mehr Finanzmittel für eine gut geführte britische Gesellschaft aufbringen würden; für eine gut geführte venezuelanische oder indonesische Gesellschaft wurden sie 27% mehr investieren.

Institutionelle Investoren beherrschen in zunehmenden Maße die Märkte. Da sie gegenüber ihren eigenen Geldgebern rechenschaftspflichtig sind, erstreben sie - oft gezwungenermaßen - einen gewissen Einfluß auf die Gesellschaften, in die sie investieren. Aus dem Blickwinkel der anwendbaren Rechtsvorschriften hat die Teilnahme dieser Investoren an der Jahreshauptversammlung besondere Beachtung gefunden: eines der illustrativsten Beispiele für die aktive Teilnahme am Gesellschaftsgeschehen (voice). Das Ergebnis dieser Entwicklung ist ein wiedererwachtes Interesse an den Regelungen der Stimmrechtsvertretung und den zu erteilenden Informationen bezüglich der Stimmrechtsvertretung⁴³, ein Interesse an anderen Formen der Stimmabgabe außerhalb der Hauptversammlung sowie am direkten Zugang zu gesellschaftsinternen Informationen. Insbesondere der letztgenannte Punkt gibt Anlaß zu erheblichem Zweifel: Die selektive Mitteilung bestimmter, nichtöffentlicher Informationen macht aus den begünstigten Investoren, ihren Investmentanalysten und Investmentmanagern potentielle Insider⁴⁴. Folglich wäre ihnen rechtlich die Teilnahme am Handel verwehrt, und dies könnte im Gegensatz zu ihrer Hauptpflicht stehen, das Portfolio vollständig liquide zu halten und dessen einzelne Vermögenswerte von allen Bindungen freizuhalten.

Einige institutionelle Investoren sind für ihren Aktivismus bekannt: Innerhalb wie außerhalb der Vereinigten Staaten setzen sie sich für verbesserte Corporate-Governance-Kodizes ein, widersetzen sich von der Hauptversammlung beschlossenen Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeversuche, kritisieren Sondervergünstigungen für Inhaber großer Aktienpakete und verteidigen erfolgsabhängige Entlohnungsformen für das Management. In einigen Fällen sollen institutionelle Investoren darauf bestanden, daß bestimmte Direktoren, Manager oder Wirtschaftsprüfer ihre Posten verloren; andere wiederum verdeutlichten ihre ablehnende Haltung gegenüber von der Gesellschaft vorgelegten Investmentplänen.

Erst kürzlich haben sich einige institutionelle Investoren an der Abgabe hundertprozentiger Übernahmeangebote beteiligt und so die Frage nach dem Unterschied zwischen diesen institutionellen Investoren und den traditionellen Mehrheitsaktionären aufgeworfen. Warum soll das Konzernrecht nicht auf diejenigen institutionellen Anleger ausgedehnt werden, die einen beherrschenden Einfluß ausüben?

Der Einfluß, den institutionelle Investoren außerhalb der regulären Hauptversammlung auf die Tätigkeit der Gesellschaft ausüben, ist ein Problem, für das das geltende Gesellschaftsrecht bisher keine zufriedenstellende Antwort gefunden hat.

⁴³ Vgl. BAUMS/WYMEERSCH, Shareholder voting rights and practices in companies in Europe, 1999; J.W. WINTER, Grensoverschrijdend stemmen, 2000 (auch auf Englisch erhältlich); der letztgenannte Autor analysiert die Entwicklung in den Niederlanden.

⁴⁴ Vgl. die „Final Rule“ der SEC: Selective Disclosure and Insider Trading, 2000, Release 33-7881 und 34-43154: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>; vgl. auch EISMA, Investors relations, 1998.

26. Das Pflichtübernahmeangebot, das im amerikanischen Rechtsraum wenig verbreitet und dort häufiger Kritik ausgesetzt ist⁴⁵, steht in direktem Zusammenhang mit dem Vorkommen einflußreicher Aktionäre in börsennotierten Gesellschaften. Angesichts des seltenen Vorhandenseins von Mehrheitsaktionären in US-Gesellschaften löst das US-amerikanische Recht den zugrundeliegenden Interessenkonflikt anders, und zwar im wesentlichen unter Rückgriff auf allgemeiner formulierte Treuepflichten.

Rechtssysteme, die ein häufigeres Vorkommen von Großaktionären kennen - mit Ausnahme der USA und Großbritanniens sind dies letztlich alle Staaten - wird die innergesellschaftliche Stellung des beherrschenden Aktionärs intensiv diskutiert: Hat dieser Aktionär Zugang zu internen, nicht allen Aktionären mitgeteilten Informationen? Dürfen ihm Vorteile, Vergütungen sowie Verträge zugewendet werden, obwohl dies den Märkten häufig verborgen bleibt? Gibt es wichtige Transaktionen, mittels derer die Vermögenssubstanz der börsennotierten Tochtergesellschaft auf die Muttergesellschaft verlagert wird? Die ausführliche Diskussion dieser Fragen hat inhaltlich ganz unterschiedliche Antworten zu Tage gefördert: In einigen Rechtsordnungen wurde ein ausgefeiltes System des „Rechts der Gesellschaftsgruppe“ in Kraft gesetzt, vor allem in Deutschland („Konzernrecht“). Das Fallrecht verschiedener Staaten hat ähnliche Prinzipien herausgebildet, die letztlich auf ein an die Muttergesellschaft gerichtetes Verbot hinauslaufen, der Tochtergesellschaft Transaktionen aufzunötigen, die der Tochter insgesamt keinen leistungsgerechten Ausgleich verschaffen oder nach aller Wahrscheinlichkeit die Solvenz der Tochter gefährden⁴⁶. In anderen Rechtsordnungen wurden spezifische Instrumente erdacht, die Transaktionen zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft bestimmten Rücksichtnahme- und Mitteilungspflichten (*fairness and disclosure*) unterwerfen⁴⁷. Die Entscheidung, ob diese Grenzen von den betroffenen Gesellschaften überschritten wurden, ist eine äußerst heikle Angelegenheit. Die prozessuale Durchsetzung der angedrohten Sanktionen ist unsicher, unsystematisch und unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes zu schwach.

Daher ist in verschiedenen Rechtsordnungen die Idee entstanden, daß im Falle des Kontrollwechsels der nunmehr herrschende Aktionär ein Übernahmeangebot für alle verbleibenden Aktien vorzulegen hat; auf diese Weise sollen alle Aktionäre die Gesellschaft verlassen können und zugleich mögliche Interessenkonflikte vermieden werden⁴⁸. Diese Regel wird im Vereinigten Königreich seit langer Zeit praktiziert⁴⁹ und ist in Kontinentaleuropa -

⁴⁵ Vgl. die Kritik bei BEBCHUK, 109 The Quarterly Journal of Economics 957 (1994); vgl. ferner KAHAN, The Journal of Law, Economics and Organization, 9 (1993), 369.

⁴⁶ So die bekannte Rozenblum-Formel, die vom Forum Europaeum als Richtlinie für ein künftiges Konzernrecht in Europa vorgeschlagen wird. Vgl. den Bericht „Konzernrecht für Europa“, ZGR 1998, 672. Vgl. auch HOPT, FS Buxbaum, 2000, S. 299ff.

⁴⁷ Art. 60bis des belgischen Gesetzes über Handelsgesellschaften schreibt einen gesonderten Bericht für Transaktionen zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft vor. Der Bericht ist von unabhängigen Mitgliedern des Board unter Mitwirkung unabhängiger Experten zu erstellen. Die Vorschrift soll im Lichte der Vorschläge des Berichts der Commission De Grauwe verschärft werden, vgl. De Grauwe Report, S. 17, oben Fn. 39.

⁴⁸ Diese Regelung wurde im deutschen Recht als Instrument des Konzerneingangsschutzes vorgeschlagen, vgl. HOPT, ZHR 161 (1997), 368.

⁴⁹ Die Regelung ist ein Instrument der Selbstregulierung, sofern sie Bestandteil des Londoner City Code on Take-over and Mergers ist.

gewöhnlich ergänzt durch eine squeeze-out-Option - weit verbreitet. Sie ist von herausragender Bedeutung unter den Regelungen, die von der künftigen 13. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie betreffend Übernahmeangebote eingeführt werden sollen.

In der Praxis finden sich - außerhalb des engen rechtlichen Rahmens des Pflichtübernahmeangebots - sogar freiwillige Angebote herrschender Unternehmen für die verbleibenden Aktien in den börsennotierten Tochtergesellschaften, und zwar häufig in Form eines Tausches der Aktien der Tochtergesellschaft gegen solche der Muttergesellschaft. Die Zielsetzung ist offensichtlich: Es gilt, in Angelegenheiten der Tochtergesellschaft mögliche Interessenkonflikte mit der Aktionärsminorität ebenso wie einen Imageverlust zu vermeiden, der bei einem angeblichen mißbräuchlichen Verhalten der Muttergesellschaft eintreten und zu einer Unterbewertung der Aktien der Tochter führen könnte. Zugleich erhöht dieses Vorgehen die Liquidität der Aktien der Muttergesellschaft, während mit der Börsennotierung der Tochter verbundene Formalitäten entfallen. Diese strukturellen Veränderungen sind ausschließlich den Bedürfnissen der Wertpapiermärkte zu verdanken.

III. IKT und Gesellschaftsrecht

27. Nahezu weltweit befindet sich das mit dem Begriffspaar von IKT und Gesellschaftsrecht zu umreißende Sachgebiet noch in einem frühen Entwicklungsstadium. Daher sind solche Themen, die bereits Diskussionsgegenstand sind oder schon umgesetzt wurden, scharf von jenen zu trennen, die sich in der Zukunft voraussichtlich stellen werden.

Die Gebiete, in denen die IKT den deutlichsten Beitrag zum Gesellschaftsleben liefern wird, sind die Verbreitung von Finanzinformationen sowie der Abstimmungsmechanismus in der Hauptversammlung. Gegenwärtig beklagen sich institutionelle Investoren lautstark über ihren de-facto-Ausschluß von der Teilnahme an der Hauptversammlung, obwohl sie nach geltendem Recht zur Teilnahme möglicherweise sogar verpflichtet sind. Diese Beschwerden beruhen teils darauf, daß die Verfahren zur Informationsverbreitung Mängel aufweisen, und teils auf dem Fehlen eines geeigneten Abstimmungsverfahrens.

28. Die Informationstechnologie erweist sich bereits als sehr nützlich, um die effiziente Versorgung der Aktionäre mit Daten und Informationen herzustellen. Verschiedene Staaten haben das Handelsregister, in dem Schriftstücke in elektronischer Form festgehalten und abgerufen werden, vollständig automatisiert. Weiterer Fortschritt wurde durch die extensive Nutzung der vom Internet offerierten Möglichkeiten erzielt. Insoweit kann sich die Frage ergeben, ob Informationen im herkömmlichen zentralisierten Verfahren gehandhabt werden sollen, oder ob - unter der Flagge der Subsidiarität - die Informationen nicht effizienter von der Gesellschaft in

eigener Verantwortung und möglicherweise begleitet von externen Überprüfungsmechanismen veröffentlicht werden sollen⁵⁰.

In der Tat verfügen die meisten großen Gesellschaften schon über eine eigene Website, auf die sie alle Arten von Informationen einstellen, meistens ohne sich über die rechtlichen Dimensionen des Inhalts der Veröffentlichung Gedanken zu machen. Informationen mit geschäftlichem und juristischen Gehalt werden miteinander vermischt. Wesentliche Daten wie Jahresbilanzen und andere Finanzinformationen sind nicht immer verfügbar. Die eigens eingerichteten sog. chat rooms schaffen Haftungsrisiken zu Lasten der Gesellschaft. Es besteht die Möglichkeit, Interviews und Konferenzgespräche mit Investmentanalysten zu führen. Aber entsprechen diese Vorkehrungen dem Leitbild der weitreichenden Anlegerinformation, das den Vorschriften über den Insiderhandel zugrunde lag?

In den Vereinigten Staaten hat sich im Laufe vieler Jahre eine entsprechende Technik der Meldung und der zentralen Verbreitung von Finanzinformationen entwickelt. Es handelt sich um ein effizientes Werkzeug sowohl aus der Sicht des Produzenten – elektronische Datenbanken anstelle von Aktenordnern – als auch aus der Sicht des Verwenders. In anderen Teilen der Welt mag sich dieser zentralisierte Ansatz als zu schwerfällig erweisen: Sprachvielfalt und nationale Besonderheiten könnten für ein dezentralisiertes Lösungsmodell sprechen. Eine angemessene Vernetzung sollte sichergestellt werden.

29. Ein intensiver Einsatz der IKT ist auf einem zweiten Gebiet denkbar, dem der Stimmrechtsausübung.

Institutionelle Investoren beklagen sich über die späte erfolgende Ankündigung der Hauptversammlung: Informationen u.a. im Zusammenhang mit der Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten müssen erst überprüft und nachfolgend übersetzt werden, damit eine Teilnahme sinnvoll ist; die Tagesordnung für die Hauptversammlung steht nicht rechtzeitig zur Verfügung und muß zunächst übersetzt werden, die Übertragung der Stimmrechtsvollmacht erfordert die Einschaltung zahlreicher Mittelsmänner, vor allem wenn die Aktien von Treuhändern (street names) gehalten werden. Meistens treffen die abgegebenen Stimmen verspätet bei der Gesellschaft ein, können nicht abgegeben werden und haben keine Auswirkung auf die gefällten Entscheidungen. Ähnliche Probleme entstehen im Falle öffentlicher Übernahmeangebote, obwohl das nötige Informationsmaterial gemeinhin überall erhältlich und der Zeitdruck geringer ist.

Die elektronische Stimmabgabe wird in verschiedenen amerikanischen Gesellschaften praktiziert, auch einige europäische Gesellschaften haben dieses Experiment gewagt. Wenn Inhaberaktien ausgegeben wurden oder das System zur Registrierung von Namensaktien nicht ordnungsgemäß funktioniert, gestaltet sich die Suche nach dem tatsächlichen Aktionär als sehr

⁵⁰ Vgl. die Empfehlungen der Company Law SLIM Working Group zur Vereinfachung der Ersten und Zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinien, 1999, <http://www.law.rug.ac.be/fli/WP/WPindex.html>.

schwierig. Das Aktienbuch der meisten Gesellschaften ist nicht verlässlich. Auch die briefliche Stimmabgabe, die von einigen Ländern als naheliegende Antwort auf die schwache Aktionärspräsenz eingeführt wurde, hat sich als wenig erfolgreich erwiesen.

Die Verwendung elektronischer Hilfsmittel erleichtert zumindest theoretisch die Ermittlung der Aktionärsidentität. In technischer Hinsicht sollte es möglich sein sicherzustellen, daß ausschließlich Aktionäre an der Abstimmung teilnehmen. Außerdem ist eine elektronische Stimmabgabe vorstellbar, die zeitlich parallel zur Hauptversammlung und zur Stimmabgabe der dort anwesenden Aktionäre erfolgt. Auch in diesem Fall handelt es sich um eine Hauptversammlung im Gesetzessinne, die an verschiedenen, telekommunikationstechnisch vernetzten Orten stattfindet.

30. Man könnte noch einen Schritt weiter gehen und die Stimmabgabe während des gesamten Geschäftsjahres und damit außerhalb des Ordnungsrahmens der Hauptversammlung zulassen. In dieser Konstellation wäre die Bezeichnung „Versammlung“ allerdings überholt: Entscheidend wäre allein das Zusammenkommen der abgegebenen Stimmen. Diskussionen über die Tagesordnungspunkte könnten zu einem anderem Zeitpunkt geführt werden, eventuell in elektronischen „chat rooms“.

Da wir nun den Boden der Tatsachen verlassen haben und uns der Spekulation über den künftigen rechtlichen Rahmen der Hauptversammlung widmen, scheint ein Hinweis auf mögliche Konsequenzen dieser Bestrebungen angezeigt. Wenn Anträge den Aktionären jederzeit zur Abstimmung unterbreitet und von ihnen mit Stimmmehrheit gebilligt werden können, kann dies den Entscheidungsprozeß erheblich beeinflussen: Die Aktionäre, also der Prinzipal, würden einen Teil ihrer Macht zurückerlangen, und ihr Agent, der Board, würde strenger kontrolliert. Obwohl sich diese Situation nicht mit der eines beherrschenden Aktionäreinflusses vergleichen läßt, würde das Management der Gesellschaft enger von den Aktionären überwacht. Die Auswirkungen auf weite Teile der Gesellschaftstätigkeit wären beträchtlich: Juristen werden den Hauptunterschied offenkundig an der Haftung der Manager festmachen; einige der Managemententscheidungen – z.B. Investments mit hohem Risikopotential – würden im Voraus von den Aktionären gebilligt. In der Diskussion über Corporate Governance wird es zu einem Paradigmenwechsel hinsichtlich der Trennung der Eigentumsrechte von der Unternehmenskontrolle kommen. Die hergebrachten Konzepte der Prinzipal-Agenten-Theorie müssen möglicherweise überdacht werden, so daß ein neues Konzept des Corporate Governance entsteht.

Verschiedene andere Fragen werden sich ergeben: Sollten die Geschäftsabschlüsse nicht im Jahresrhythmus, sondern in einem kürzeren Zeitraum veröffentlicht werden, z.B. monatlich, wöchentlich oder gar täglich, würde sich diese Vorgehensweise sicherlich insoweit auf die Stellung der Gläubiger auswirken, als diese das jeweilige Geschäftsrisiko vor Abschluß jeder Transaktion prognostizieren können. Wäre in diesem Fall ein geringer Schutzstandard angebracht, z.B. in Form eines geringeren gesetzlichen Mindestkapitals? Besagt diese Überlegung nicht, daß das gesetzliche

Mindestkapital oder Eigenkapitalreserven eine in gewissem Maße verkürzte Information darstellen, und daß das Mindestkapitalerfordernis nicht aufrecht erhalten oder doch zumindest modifiziert werden sollte, wenn effizientere, d.h. das Geschäftsrisiko zuverlässiger prognostizierende Informationen vorliegen?

Abschließend sei die Frage nach dem Begriff des Aktionärs aufgeworfen: Die Häufigkeit und Schnelligkeit des Aktienkaufs und –verkaufs stellt in Frage, ob die Aktionärsprivilegien auch solchen Parteien zugute kommen sollen, die die Aktien erst kürzlich erworben haben und zufällig im Zeitpunkt der Hauptversammlung als Aktionär registriert sind. Ist es nicht angebracht, Mitentscheidungsrechte und eventuell bestimmte andere Privilegien nur denjenigen Aktionären zu gewähren, die nachweislich seit einem längeren Zeitraum zum Aktionärskreis zählen?

Sieht so die schöne neue Welt aus? An diesem Punkt muß die Spekulation enden.

Schlußbemerkung

Das Gesellschaftsrecht sieht sich in den kommenden Jahrzehnten wichtigen Änderungen gegenüber. Einige Gesetzgeber haben bereits Arbeitskreise eingerichtet, um über die bevorstehenden Neuausrichtungen zu beraten.

Von zentraler Bedeutung erscheint die Konzeption des Gesellschaftsrechts als ein Instrument zur effizienteren Gestaltung der Unternehmenstätigkeit; es sollte dementsprechend als Stütze, jedenfalls aber nicht als Belastung für die wirtschaftliche Entwicklung wirken.

Zugleich ist ein immer größeres Segment der gesellschaftsrechtlichen Vorschriften dem Zugriff der nationalen Gesetzgeber entzogen: Es findet eine Internationalisierung dieser Bereiche statt, und zwar maßgeblich unter dem Einfluß der Wertpapiermärkte. In einem späteren Entwicklungsstadium mag dem Einsatz der IKT eine ähnliche Wirkung zukommen.

Wird es größere inhaltliche Übereinstimmung zwischen den nationalen Gesellschaftsrechten geben? In einigen Marktsegmenten wird der von den Marktkräften ausgehende Wettbewerbsdruck im Endeffekt zu einem Ausgleich der hervorstechendsten Unterschiede zwischen den einzelnen Regelungsmodellen führen.