

t.

TRAUNER VERLAG

UNIVERSITÄT

HERAUSGEGEBEN VON  
MARGIT MARIA KAROLLUS  
HERIBERT FRANZ KÖCK  
SIGMAR STADLMEIER

## **Gegenwärtiger Stand und zukünftige Entwicklungen des EU-Binnenmarktes**

Tagungsband des 5. Österreichischen  
Europarechtstages 2005

## Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen: Von *Centros* nach Delaware

### I. Hintergrund und Fragestellung

#### A. Ausgangspunkt: Der EuGH als Impulsgeber der Niederlassungsfreiheit

Der "Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen" hat seinen Ausgangspunkt in der Judikatur des EuGH zur gemeinschaftsrechtlichen Niederlassungsfreiheit: Der EuGH hat – ausgehend von der Leitentscheidung im Fall *Centros* – die Niederlassungsfreiheit zu Leben erweckt und – durchaus vergleichbar mit der Warenverkehrsfreiheit – zu einem kraftvollen Instrument der Absicherung eines protektionismusfeindlichen Gemeinsamen Marktes gemacht.

In seinem zentralen Judikat v 9. 3. 1999 in der Rs *Centros*<sup>1</sup> hat der EuGH aus der Niederlassungsfreiheit im Ergebnis das Recht potenzieller Gründer einer Kapitalgesellschaft abgeleitet, eine solche Gesellschaft statt im eigenen MS in einem fremden MS (nach den dort einschlägigen Regeln) zu gründen und diese sodann – ohne Entfaltung von Geschäftstätigkeit vor Ort – im eigenen MS vermittelt über eine Zweigniederlassung tätig werden zu lassen. Der – hinreichend bekannte – Sachverhalt dieser Rs war der folgende: Das dänische Ehepaar *Bryde* wollte eine – der österr GmbH vergleichbare – Kapitalgesellschaft zur Entfaltung wirtschaftlicher Tätigkeiten in Dänemark gründen, empfand das dafür erforderliche Mindestgesellschaftskapital von DKR 200.000 aber als exzessiv. So gründete es in England – in Einklang mit den dortigen Vorschriften ohne Mindestgesellschaftskapital – eine englische "private limited company" (die "*Centros Ltd*"), um deren ausschließliche Geschäftstätigkeit hernach – so wie von Anfang an beabsichtigt – im Wege einer Zweigniederlassung dieser Gesellschaft in Dänemark zu entfalten. Die dänischen Behörden verweigerten die Eintragung einer solchen Zweigniederlassung unter Hinweis auf die Umgehung der einschlägigen dänischen Kapitalaufbringungsregeln. Das zuständige dänische Obergericht legte die Frage nach der Rechtmäßigkeit dieser Verweigerung dem EuGH zur Vorabentscheidung vor. Der EuGH sprach aus, dass es einen Verstoß gegen die Niederlassungsfreiheit (Art 43 und 48 EGV) begründet, wenn – wie es in den Leitsätzen des genannten Urteils heißt – ein MS die "Eintragung der Zweigniederlas-

<sup>1</sup> EuGH 9. 3. 1999, Rs C-212/97, *Centros Ltd*, Slg 1999, I-1459.



## B. Von Centros nach Delaware: Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen in den USA

Der im Vorigen skizzierte Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen mag für Europa neuartig sein, für andere Rechtsordnungen ist er es nicht: Insb die USA – immerhin weltweit die größte Volkswirtschaft – gelten als Musterbeispiel einer Rechtsordnung, in der sich das Gesellschaftsrecht im Wettbewerb der einzelnen Bundesstaaten ausgeprägt hat.<sup>11</sup> Institutioneller Hintergrund dieses US-amerikanischen Wettbewerbs der Gesellschaftsrechtsordnungen ist der Umstand, dass das Gesellschaftsrecht in den USA Ländersache ist. Es gibt daher grundsätzlich so viele (unterschiedliche) Gesellschaftsrechtsordnungen wie Bundesstaaten. Dabei ist es (selbstverständlich) möglich, in einem Bundesstaat den Verwaltungssitz und Produktionsstätten zu haben und in einem anderen Bundesstaat "inkorporiert" zu sein (also dem diesbezüglichen Gesellschaftsrecht zu unterliegen). In den USA zeigen sich nun zwei Phänomene (dazu näher unten unter IV.).

Zunächst zur Dominanz von Delaware: Delaware ist jener Bundesstaat, in dem mit Abstand die meisten börsennotierten Gesellschaften inkorporiert sind. Eine Untersuchung für die Jahre 1996-2000 zeigt innerhalb dieses Zeitraums eine Registrierung in Delaware von 58% der börsennotierten Gesellschaften, 59% der Fortune-500-Gesellschaften und 68% jener Unternehmen, die in dieser Periode ihren Börsegang durchführten.<sup>12</sup>

Das zweite Phänomen ist jenes einer weitgehenden Harmonisierung des Gesellschaftsrechts durch Wettbewerb. Langfristig sickern gesellschaftsrechtliche Innovationen auch in die Gesellschaftsrechtsordnungen der anderen Bundesstaaten ein; im Ergebnis kommt es daher zu einer inhaltlichen Konvergenz des einzelstaatlichen Gesellschaftsrechts.

<sup>11</sup> Vgl insb *Winter*, State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation, *Journal of Legal Studies* 1977, 251; *Easterbrook/Fischel*, Voting in Corporate Law, *Journal of Law and Economics* 1983, 395; *Romano*, Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle, *Journal of Law, Economics, and Organization* 1985, 225; *Cary*, Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware, *Yale Law Journal* 1974, 663; *Bebchuk*, Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law, *Harvard Law Review* 1992, 1435; *Bebchuk/Hamdani*, Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters, *Yale Law Journal* 2002, 553; *Bebchuk/Cohen*, Firms' Decisions where to incorporate, *Journal of Law and Economics* 2003, 383; *Carney*, The Political Economy of Competition for Corporate Charters, *Journal of Legal Studies* 1997, 303; *Carney*, The Production of Corporate Law, *Southern California Law Review* 1998, 715 jeweils mwN. Die wettbewerbliche Struktur des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts ist im Grunde unbestritten; vgl *Romano*, *Journal of Law, Economics, and Organization* 1985, 225: "They [the authors] share some fundamental assumptions concerning the working of competitive forces in the corporate charter market". Umstritten ist die Bewertung der Ergebnisse dieses Wettbewerbs. Ungeachtet einer Reihe kritischer Stimmen, in der neueren Literatur insb von Seiten der Harvard Law School um Prof *Bebchuk*, ist das gesamtthafte Bild der Literatur ein überwiegend positives. Vgl *Bebchuk/Cohen*, *Journal of Law and Economics* 2003, 384: "According to the view that appears to dominate the current thinking of corporate law academics, state competition produces a 'race to the top' that benefits shareholders".

<sup>12</sup> *Bebchuk/Cohen*, *Journal of Law and Economics* 2003, 389.

Nach überwiegender Auffassung in den USA hat die vorgenannte Entwicklung zur Herausbildung eines funktionstüchtigen und effizienten Gesellschaftsrechts geführt, das den Gesellschaften die Maximierung ihres wirtschaftlichen Werts erlaubt.<sup>13</sup>

## C. Fragestellung

Das "Centros-Judikat" des EuGH hat nun – gerade auch in Hinblick auf den in ihm grundgelegten europäischen Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen – ein literarisches Echo hervorgerufen, das seinesgleichen sucht. Binnen kürzester Zeit sind über 100 einschlägige Fachartikel erschienen.<sup>14</sup> Viele von ihnen haben auf die durch die Judikatur des EuGH eröffnete Möglichkeit eines Wettbewerbs des Gesellschaftsrechts, insb nach dem Muster der Rechtsentwicklung in den USA, verwiesen. Nicht selten wird dabei – allerdings häufig ohne nähere Ableitung – in Hinblick auf die Rechtsentwicklung in den USA auf die Gefahr eines Wettbewerbs "nach unten", eines "race to the bottom", verwiesen und die diesbezügliche Entwicklung – in durchaus pejorativem Sinn – als "Delawarisierung" des europäischen Gesellschaftsrechts charakterisiert.

Was kann man angesichts der Fülle und Dichte der literarischen Stellungnahmen noch zu dieser Diskussion beitragen? Ziel dieses Vortrags ist nicht eine zusätzliche Exegese des *Centros*-Judikats als solchem. Vielmehr scheint angesichts der Unsicherheit in der Bewertung des Urteils und dessen durchaus emotionalisierten Diskussion ein mehr analytisch orientierter Ansatz hilfreich. Dieser ist eingebettet in eine Diskussion des europäischen und US-amerikanischen Rechts.<sup>15</sup> Ein solcher Ansatz will va den Mechanismus beschreiben, auf dessen Grundlage Wettbewerb von Rechtsordnungen im Allgemeinen und Wettbewerb des Gesellschaftsrechts im Besonderen möglich und effektiv sind. Darzustellen ist daher zunächst

<sup>13</sup> Vgl *Bebchuk/Hamdani*, *Yale Law Journal* 2002, 554: "The widely accepted justification for the existing state of affairs is that Delaware's dominant role is a product of its winning a competition among states for providing desirable corporate law rules. Indeed, the dominant view in corporate law scholarship is that allowing Delaware to dominate national corporate law is not a problematic feature, but rather an important virtue, indeed the "genius" of American corporate law. According to the prevailing view among corporate scholars, competition provides powerful incentives for adoption and development of value-enhancing corporate rules. Delaware has won its leading place by offering the best rules, and the competitive pressure it faces can be relied on to ensure that Delaware will continue to provide companies with whatever rules will turn out to be best in our dynamic and changing business world."

<sup>14</sup> Vgl nur beispielsweise *Korn/Thaler*, Das Urteil des EuGH in der Rs Centros: Ein Meilenstein für das europäische Gesellschaftskollisionsrecht? wbl 1999, 247; *Behrens*, Anerkennung, internationaler Sitzverlegung und grenzüberschreitende Umstrukturierung von Gesellschaften nach dem Centros-Urteil des EuGH, *JB* 2000, 341.

<sup>15</sup> Zu verweisen ist diesbezüglich insb – auch wenn die in diesem Vortrag entwickelte Sachanalyse in vielen Punkten zu einer anderen Einschätzung kommt – auf den ausgezeichneten analytischen Überblick, den *Gelter*, Wettbewerbsbedingungen im europäischen Gesellschaftsrecht: Die amerikanische Diskussion um die Struktur regulatorischen Wettbewerbs und ihre Bedeutung für Europa, *ZfRv* 2004/26 bietet.

das Charakteristikum des grundfreiheiteninduzierten Wettbewerbs. Zu analysieren sind aber auch die Grundstrukturen des Wettbewerbs zwischen Rechtsordnungen und der Leistungsfähigkeit dieses Wettbewerbs für die Rechtsharmonisierung. Dieses Instrumentarium findet sodann auf den Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen Anwendung. Besondere Bedeutung für die Frage eines "race to the bottom or the top" kommt dabei der Trennung von Eigentümer- und Managementfunktion in der modernen börsennotierten Kapitalgesellschaft zu. Im Ergebnis erweist sich der Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen als möglich und effektiv.

## II. Grundfreiheiteninduzierter Wettbewerb im Gemeinsamen Markt

Das *Centros*-Urteil des EuGH wird in der Literatur oftmals als neuartig, kühn oder gar revolutionär gedeutet. Tatsächlich beinhaltet das *Centros*-Judikat, wie mir scheint, weniger eine "kühne Neuerung" als vielmehr – nur, aber immerhin – eine konsequente Anwendung der im *Cassis de Dijon*-Urteil entwickelten Kriterien.

### A. *Cassis-de-Dijon*-Judikatur und "Wettbewerb der Likörregulierung"

#### 1. Grundfreiheiteninduzierter Wettbewerb

Im *Cassis-de-Dijon*-Urteil<sup>16</sup> v. 20. 2. 1979 hat der EuGH in Bezug auf den gesetzlich geforderten Mindestalkoholgehalt für Likörgetränke (nämlich eine "liberalere" französische und eine restriktivere dt. Regelung) ausgesprochen, dass bei Fehlen einer gemeinschaftsrechtlichen Harmonisierung auf einem Rechtsgebiet ein rechtmäßig in einem MS in Verkehr gebrachtes Gut auch in den anderen MS frei zirkulieren darf. Importverbote gegenüber solchen Produkten sind nur im Rahmen zwingender Erfordernisse und deren verhältnismäßiger Anwendung zulässig.

Mittelbare Folge dieses Judikats ist ein grundfreiheiteninduzierter Wettbewerb der Rechtsordnungen der MS.

Die *Cassis-de-Dijon*-Judikatur bewirkt zunächst einen "Machtverlust" der einzelnen MS: Diese verlieren nämlich kraft Gemeinschaftsrechts die Möglichkeit, ihre überkommenen protektionistischen Importbeschränkungen gegenüber solchen – in anderen MS rechtmäßig in Verkehr gebrachten – Produkten aufrecht zu erhalten. Dieser Machtverlust führt zu einer

<sup>16</sup> EuGH 20. 2. 1979, Rs C-120/78, *Cassis de Dijon*, Slg 1979, 649.

Delegation von Macht "nach unten", zu den Konsumenten.<sup>17</sup> Deren Wahlfreiheit erhöht sich: Auf den Regalen der Supermärkte finden sich inländische Produkte mit höherem Alkoholgehalt und ausländische mit niedrigerem Alkoholgehalt; es liegt an den Konsumenten, aus dieser vergrößerten Auswahl die von ihnen jeweils präferierten Produkte zu wählen. Langfristig entscheiden daher die Konsumentenpräferenzen über den Inhalt des Angebots; die Anbieter haben ihre Produkte daher – um im Wettbewerb zu bestehen – nachfragegerecht zu gestalten. Eine solche Entwicklung ist aber auch aus normativer Sicht vorzugswürdig: Wer sonst, wenn nicht der Konsument selbst, weiß über seine Präferenzen am besten Bescheid?

Für die Anbieter der MS mit den vergleichsweise restriktiveren Vorschriften bedeutet das: Die in einem solchen MS tätigen Anbieter sehen sich mit einer Situation konfrontiert, in der sie selbst den erhöhten Anforderungen der eigenen Rechtsordnung unterliegen, während es anderen – in anderen MS mit geringeren rechtlichen Anforderungen lozierten – Anbietern freisteht, nicht nur (soweit von den Konsumenten nachgefragt) unter freiwilliger Einhaltung der höheren Standards idente Produkte herzustellen und grenzüberschreitend zu vertreiben, sondern auch (unter Einhaltung der niedrigeren Standards des eigenen Standortlandes) ähnliche Produkte mit niedrigerem Alkoholgehalt. Die rigideren Regeln eines MS sind solcherart Schranke nur für die eigenen Produzenten.

Welche Konsequenzen ergeben sich nun aus einer solchen Situation für die Rechtsordnungen der betroffenen (Mitglied-)Staaten?

Der im Vorigen beschriebene Zustand wird von den Anbietern eines MS mit rigideren Standards zumeist als "diskriminierend" empfunden. Er führt daher einerseits – auf politischer Ebene – regelmäßig zu einem Lobbying in Hinblick auf eine Senkung des innerstaatlich vorgeschriebenen Mindestalkoholgehalts auf "kompetitives Niveau", andererseits – abhängig von den Eigenheiten des innerstaatlichen Verfassungsrechts – auch zu einer verfassungsgerichtlichen Bekämpfbarkeit der vorgenannten Divergenz, nämlich der strengeren innerstaatlichen Regelungen, sub titulo Gleichheitssatz ("Inländerdiskriminierung").

Neben den beiden vorgenannten Möglichkeiten, die innerstaatlich als diskriminierend empfundenen Regulierungen politisch und rechtlich zu bekämpfen, besteht für die nationalen Anbieter – jedenfalls soweit diese selbst Produzenten und nicht bloß Händler sind – aber noch eine weitere Möglichkeit. Sie können nämlich auf den Wettbewerbsdruck auch dadurch reagieren, dass sie (unter Ausnutzung der Niederlassungsfreiheit) in jenem MS, der geringere

<sup>17</sup> Vgl. Lewisch, Europäische Integration und Wettbewerb der Nationen: Eine ökonomische Analyse, in FS Hempel (1997) 221.

Vorgaben (Mindestalkoholanforderungen) vorsieht, eine eigene Gesellschaft – oder auch Zweigniederlassung – gründen, vor Ort Liköre mit geringem Alkoholgehalt in Einklang mit den dort geltenden Regulierungsanforderungen herstellen und diese hernach – unter Inanspruchnahme der Warenverkehrsfreiheit – in den eigenen MS, also jenen mit den erhöhten Anforderungen, (re-)importieren. Insoweit besteht für die nationalen Anbieter daher die Möglichkeit, sich den restriktiveren Anforderungen der eigenen Rechtsordnung effektiv zu entziehen.

Der betroffene MS sieht sich solcherart im Ergebnis einer Situation ausgesetzt, in der er – infolge der Konkurrenz der Rechtsordnung anderer MS – die höheren eigenen Standards nicht kraft nationalstaatlicher Autorität, sondern nur durch deren Sachgerechtigkeit und tatsächliche Akzeptanz durchzusetzen vermag. Die *Cassis-de-Dijon*-Judikatur des EuGH führt daher zu einem grundfreiheiteninduzierten Wettbewerb in Bezug auf die Gestaltung der eigenen Rechtslage.

## 2. Implikationen

Im Ergebnis kommt es – als Folge des im Vorigen beschriebenen Prozesses – zu einem Wettbewerbsdruck auf den Mitgliedsstaat in Hinblick auf die Anpassung seiner – als restriktiv empfundenen – einschlägigen Regulierungsanforderungen. Dieser Wettbewerbsdruck führt, wie zu betonen ist, keineswegs notwendigerweise dazu, dass im Ergebnis in allen Mitgliedsstaaten idente Produktionsbedingungen herrschen. Es ist durchaus vorstellbar, dass sich – abhängig vom nationalen "Mix" an Verbraucherpräferenzen und relativen Kosten – ein Nebeneinander unterschiedlicher Standards und Produkte entwickelt. Der gegenständlich beschriebene Wettbewerb führt daher nicht zwingend zu einer Identität der einschlägigen Standards und der angebotenen Produkte. Allerdings kommt es durchaus zu einer nachfragegelenkten endogenen ("spontanen") Harmonisierung der einschlägigen Rechtsregeln. Abweichungen von einem sich etablierenden Standard können sich nämlich nur insoweit halten, als die Nachfrager solche Besonderheiten zu akzeptieren bereit sind;<sup>18</sup> im Übrigen besteht Wettbewerbsdruck in Hinblick auf eine "Nachrüstung" der eigenen Regeln.

<sup>18</sup> Eine solche Bereitschaft, beim nationalen Recht zu verbleiben, kann sich – in gewissem Rahmen – naturgemäß auch aus einschlägigen Wechselkosten ergeben.

## B. Von Cassis de Dijon nach Centros

### 1. Niederlassungsfreiheit und "Auslandsgründung mit nachfolgender Tätigkeitsrückkehr kraft Zweigniederlassung"

Wie steht es nun im Lichte der vorerwähnten Struktur des *Cassis de Dijon*-Urteils mit dem *Centros*-Judikat des EuGH? Die Überlegungen des EuGH lassen sich in eine Sequenz von fünf – in sich jeweils klar zu beantwortenden – Sub-Fragen unterteilen.

Zunächst lässt sich fragen, ob eine englische Gesellschaft unter Berufung auf die Niederlassungsfreiheit eine Zweigniederlassung in Dänemark eröffnen darf. Ein solches Recht bildet den Kern der Niederlassungsfreiheit; diese Frage ist daher ohne weiteres zu bejahen.<sup>19</sup> Sodann lässt sich fragen, ob eine solche englische Gesellschaft – auch ohne zuvor eigenen Geschäftsverkehr in England eröffnet zu haben – eine Zweigniederlassung in Dänemark zu gründen berechtigt ist: Auch daran gibt es – weil die Gründung der Zweigniederlassung immer noch unmittelbarer Inhalt der Niederlassungsfreiheit ist – keinen Zweifel. Darf nun drittens ein dänisches Ehepaar in England eine Gesellschaft gründen? Auch die diesbezügliche Berechtigung steht – als unmittelbarer Ausfluss der Niederlassungsfreiheit – außer Zweifel. Nichts anderes kann dann aber für die Frage gelten, ob ein dänisches Ehepaar in England eine Gesellschaft gründen darf, die hernach in Dänemark eine Zweigniederlassung eröffnet.<sup>20</sup> Auch gegen eine solche Vorgangsweise gibt es gemeinschaftsrechtlich keine Einwände. So bleibt zuletzt zu fragen, ob ein dänisches Ehepaar in England eine Gesellschaft gründen darf, die – ohne eigenen Geschäftsverkehr in England – unmittelbar in Dänemark eine Zweigniederlassung zu eröffnen berechtigt ist. Der Sache nach geht es bei dieser Frage um nichts anderes als um eine Zusammenführung der im Vorigen gestellten vier Einzelfragen. Dann aber gilt: Darf eine in England etablierte Gesellschaft – auch unabhängig von eigener Geschäftstätigkeit in England – eine Zweigniederlassung in Dänemark eröffnen und darf ein dänisches Ehepaar eine solche englische Gesellschaft gründen, dann darf dieses dänische Ehepaar die Gesellschaftsgründung in England auch mit dem alleinigen Ziel vornehmen, ohne Entfaltung einer Geschäftstätigkeit in England eine Zweigniederlassung in Dänemark zu eröffnen. Mit Recht hat der EuGH daher ausgesprochen, dass eine solche Vorgangsweise immer noch im Kernbereich der Niederlassungsfreiheit liegt.

<sup>19</sup> Wie der EuGH im Urteil *Centros Ltd* (Anm 1) formuliert, ist "Ziel der Vertragsvorschriften über die Niederlassungsfreiheit, es den nach dem Recht eines Mitgliedstaats errichteten Gesellschaften zu erlauben, mittels Zweigniederlassung in anderen Mitgliedstaaten tätig zu werden" (Rz 26).

<sup>20</sup> So formuliert der EuGH im Urteil *Centros Ltd* (Anm 1): "Das Recht, eine Gesellschaft nach dem Recht eines Mitgliedstaats zu errichten und in anderen Mitgliedstaaten Zweigniederlassungen zu gründen, folgt nämlich im Binnenmarkt unmittelbar aus der vom EG-Vertrag gewährleisteten Niederlassungsfreiheit" (Rz 27).

Eine Einschränkung der Niederlassungsfreiheit – nämlich der intendierten Eröffnung der dänischen Zweigniederlassung – ist daher nur auf Grund zwingender Erfordernisse des Allgemeininteresses zulässig; diese waren im Fall *Centros* nicht erfüllt.<sup>21</sup>

Sieht man das *Centros*-Judikat nun im Lichte der *Cassis de Dijon*-Judikatur, so zeigt sich eine unmittelbare Parallelität. Man kann, wenn man so will, nämlich wie folgt formulieren: Eine in einem MS rechtmäßig "in Verkehr gebrachte" (nämlich: gegründete) Gesellschaft darf gemeinschaftsweit "frei zirkulieren" (nämlich auch frei Zweigniederlassungen gründen). Es gibt gemeinschaftsrechtlich außerhalb der zwingenden Erfordernisse des Allgemeininteresses keine zulässigen "Importverbote" gegenüber solchen Gesellschaften (und daher auch keine mitgliedstaatlichen Importverbote gegenüber der Gründung von Zweigniederlassungen).

## 2. Implikationen für das Gesellschaftsrecht

Welche sind nun die Implikationen der *Centros*-Judikatur für die MS?

Das *Centros*-Judikat führt – in genauer Parallelität zur Warenverkehrsfreiheit – zu einem grundfreiheiteninduzierten Machtverlust der MS und zu Wettbewerb der Rechtsordnungen. Auch dieser Machtverlust führt zu einer Delegation von Macht "nach unten"; nämlich zu den (potentiellen) Gesellschaftern/Gründern einer solchen Gesellschaft als "Nachfrager" nach Gesellschaftsrecht. Diese haben nun eine größere Auswahl möglicher Gesellschaftsrechtsnormen für ihr wirtschaftliches Tätigwerden zur Verfügung: Es besteht zwar nicht die Möglichkeit, im eigenen Land eine Gesellschaft unmittelbar nach fremdem Gesellschaftsrecht zu gründen. Wohl aber lässt sich alternativ entweder im eigenen MS eine Gesellschaft nach nationalem Gesellschaftsrecht gründen oder aber im Ausland eine Gesellschaft etablieren und mit dieser – sei es direkt unter Berufung auf die Dienstleistungsfreiheit, sei es durch Eröffnung von Zweigniederlassungen kraft Niederlassungsfreiheit – innerstaatlich tätig werden.

Nun zu den Konsequenzen für die Rechtsordnung der einzelnen MS: Auch diese sind durchaus vergleichbar mit jenen betreffend Regulierungsvorschriften für alkoholische Produkte. In Betracht kommt auch hier ein einschlägiges Lobbying (etwa für die Senkung der höheren Grundkapitalerfordernisse auf "kompetitives Niveau"), respektive in manchen Fällen eine Beschwerdeführung wegen Inländerdiskriminierung. Die weitere Möglichkeit besteht – wie ja gerade der Fall *Centros* gezeigt hat – in der Gründung einer Gesellschaft in einem

<sup>21</sup> Mit Recht hat der EuGH darauf verwiesen, dass das dänische Vorgehen schon deshalb nicht aus Gründen des Gläubigerschutzes gerechtfertigt sein könne, weil die Eintragung erfolgt wäre, wenn die Gesellschaft in England eine Geschäftstätigkeit entfaltet hätte (Rz 35). Gläubiger können auch deshalb nicht geschädigt werden, weil die Gesellschaft ohnedies als Gesellschaft englischen, nicht dänischen Rechts auftritt (Rz 36).

anderen MS und im "(Re-)Import" einer solchen Eigengesellschaft im Wege einer Zweigniederlassung. Die vergrößerte Wahlfreiheit auf der Nachfrageseite führt zu einer Zunahme des kompetitiven Drucks auf den MS, seine nationale Gesetzgebung durch entsprechende Anpassungen an die Standards der umgebenden Rechtsordnungen attraktiv zu machen.

## C. Multilateraler Wettbewerb und Exit Costs

Der Wettbewerb der Rechtsordnungen ist nicht auf die "bilaterale" Beziehung zweier Staaten (wie im Fall *Centros* auf jene zwischen Dänemark und England) beschränkt. Er betrifft ganz allgemein das Verhältnis aller in Betracht kommender Rechtsordnungen in Hinblick auf die Bereitstellung eines nachfragegerechten Rechts.

Historisch hat sich dieses Wettbewerbsverhältnis der einschlägigen Rechtsordnungen als Wettbewerb um steuerbares Vermögen/Einkommen etabliert.<sup>22</sup> Jeder (Mitglied-)Staat wünscht diesbezüglich, ein attraktiver Kandidat für steuerbares Einkommen zu sein; insoweit tritt er in Hinblick auf seine rechtlichen Rahmenbedingungen in Wettbewerb mit den anderen (Mitglied-)Staaten.

Die Intensität dieses Wettbewerbsverhältnisses hängt insb von jenen Kosten ab, die ein in einem MS niedergelassenes Wirtschaftssubjekt für einen Ortswechsel zu tragen hat ("exit costs"). In früheren Zeiten waren diese Kosten erheblich. Die Gründung eines gemeinsamen Marktes hat dazu geführt, diese "exit-costs" – durch die Beseitigung von Binnengrenzen – abzusenken. Die Grundfreiheiten sind insoweit daher gezieltes institutionelles Mittel zur Intensivierung des vorgenannten Wettbewerbsprozesses. Die Konsequenzen eines solchen Wettbewerbsprozesses sind – wie dargetan – die Harmonisierung des entsprechenden Rechtsgebiets "bottom up", nicht die Identität der einschlägigen Rechtssysteme.

Wie steht es nun um Inhalt und "Richtung" eines solchen Wettbewerbsprozesses? Wie immer ist der Wettbewerb ein "Entdeckungsverfahren". Es gibt kein vordefiniertes Endergebnis, zu dem der Wettbewerb der Rechtsordnungen hin konvergiert; das Ergebnis dieses Wettbewerbsprozesses ist, "was sich aus dem Wettbewerbsprozess ergibt": Solange aber die Rahmenbedingungen dieses Wettbewerbs nicht verzerrt sind, ergibt sich<sup>23</sup> eine "automatische" Anpassung an die jeweils bestehenden Nachfragepräferenzen. Es gibt freilich keine Garantie, dass der zu irgendeinem Zeitpunkt konkret vorgefundene Zustand optimal ist;

<sup>22</sup> Dazu *Lewis* in FS Hempel 221.

<sup>23</sup> Von Sonderkonstellationen, wie Netzexternalitäten, einmal abgesehen.

wohl aber sollte der Wettbewerbsmechanismus die Rechtsordnungen in Richtung dieser Optimalität bewegen.

### III. Wettbewerb der Rechtsordnungen

#### A. Grundstruktur

Aus der Judikatur des EuGH zur Warenverkehrsfreiheit und Niederlassungsfreiheit ergibt sich, wie dargestellt, ein grundfreiheiteninduzierter Wettbewerb der Rechtsordnungen. Im Folgenden sind nun dessen Voraussetzungen und dessen Wirkungsweise näher darzustellen.

Voraussetzung für das Entstehen von Wettbewerb allgemein – und auch von Wettbewerb zwischen den Rechtsordnungen von (EU-Mitglied-)Staaten im Besonderen – ist das Vorliegen von Angebot und Nachfrage. In Hinblick auf den Wettbewerb der Rechtsordnungen ist Anbieter der jeweilige "Normenerzeuger", im Regelfall also der einzelne (Mitglied-)Staat: Dieser stellt sein (materienmäßig einschlägiges) Normenmaterial – also etwa Gesellschaftsrecht – den Nachfragern zur Verfügung. Dieser Angebotsseite stehen die Nachfrager gegenüber. Nachfrager sind jene Unternehmen (oder Personengesamtheiten oder auch Einzelpersonen), die ein solches Regelwerk in Anspruch zu nehmen beabsichtigen. Das Entstehen eines (wirksamen) Wettbewerbs erfordert das Vorliegen von Eigeninteresse sowohl der Anbieter als auch der Nachfrager an der Bereitstellung, respektive Inanspruchnahme eines solchen Regelwerks. Besteht auf Nachfrageseite ein solches Eigeninteresse an der Inanspruchnahme eines funktionstüchtigen Rechts, dann ergibt sich auch – soweit die Aktualisierung einer solchen Nachfrage mit einem Eigennutzen der Anbieter verbunden ist – angebotsseitig die Notwendigkeit, sich für den Wettbewerb um diese Nachfrage gegenüber konkurrierenden Anbietern "fit" zu machen. Fehlt ein solches Eigeninteresse, fehlt es auch am diesbezüglichen Wettbewerbsdruck.

Es empfiehlt sich, diese Thematik zunächst anhand von Beispielfällen zu entwickeln.

#### B. Beispielfälle

Wie steht es zunächst um den "Wettbewerb" zwischen nationalen Kaufrechtsordnungen bei internationalen Verkäufen? Ausgangspunkt eines solchen Wettbewerbs ist die nach internationalem Privatrecht für grenzüberschreitende Geschäfte bestehende Möglichkeit der Vertragsparteien, das maßgebliche Kaufrecht frei zu wählen. In Betracht kommt insb das Recht des Staates einer der beiden Parteien oder aber auch das Kaufrecht irgendeines Drittstaats. Seitens der betroffenen (Vertrags-)Parteien – also nachfrageseitig – besteht gewiss

ein manifestes Eigeninteresse daran, ihren Vertrag einem von ihnen als effizient beurteilten Kaufrecht zu unterstellen. Hinsichtlich der Angebotsseite gilt nun aber, dass die Anreize für die einzelnen Staaten, attraktiver Kandidat für die Wahl des eigenen Kaufrechts für eine internationale Transaktion zu sein, mangels unmittelbarer, sich aus der Transaktion für den Staat ergebender Vorteile höchst bescheiden sind: Jedermann kann die Vertragsrechtsordnung eines jeden Staats "frei" (ohne dass irgendwelche "Tantiemen" oder Gebühren anfallen) wählen; Steuereinnahmen aus dem zusätzlichen Umsatz von – im eigenen nationalen Vertragsrecht spezialisierten – Rechtsanwälten und sonstigen Beratern sind zwar vorstellbar,<sup>24</sup> aber indirekt und unsicher.<sup>25</sup> Im Ergebnis sind die Wettbewerbsverhältnisse im "Markt für ein effizientes Kaufrecht" infolge des bloß geringen Eigeninteresses der Staaten daran, attraktiver Kandidat für eine entsprechende internationale Rechtswahl zu sein, nur äußerst schwach ausgeprägt.<sup>26</sup>

Als ein zweites Beispiel lässt sich nach den Wettbewerbsverhältnissen in Hinblick auf die Bereitstellung und (im Wege internationaler Gerichtsstandsklauseln möglich) die Inanspruchnahme eines effizienten Prozessrechtssystems fragen. Auch insoweit besteht ein manifestes Eigeninteresse der Vertragsparteien (oder allgemein: potenzieller Streitteile) daran, Rechtsstreitigkeiten durch entsprechende Gerichtsstandsklauseln einer als effizient und funktionstüchtig empfundenen Prozessordnung (also einer solchen, die eine transparente, rasche und kostengünstige Entscheidung ermöglicht) zu unterstellen. Wie steht es aber nun um das Interesse der Mitgliedsstaaten daran, sich selbst zum geeigneten Kandidaten für eine solche Prozessrechtswahl zu machen? Ein solches Interesse ist – vor dem spezifischen Hintergrund des prozessrechtlichen Gesamtgefüges der meisten modernen Rechtsordnungen (nämlich der Teil-Subventionierung des Gerichtssystems durch den Staatshaushalt) – nicht ersichtlich; ja es besteht – gerade umgekehrt – ein Interesse eines Staates daran, dass sein Gerichtssystem nicht durch "Fremdprozesse" in Anspruch genommen wird: Zivilprozesse erwirtschaften nicht (über Gerichtsgebühren) Geld, sondern "verlieren" Geld; und zwar deshalb, weil die meisten Staaten den Zugang zum Recht und die Klärung strittiger

<sup>24</sup> Einschränkungen ergeben sich diesbezüglich auch daraus, dass sich das internationale Kaufrecht weniger an technischen Details des nationalen Rechts, als an internationalen Standards orientiert; Spezialregeln werden ohnedies im Einzelnen vertraglich festgelegt.

<sup>25</sup> Ein gewisses Eigeninteresse an der Bereitstellung eines effizienten Vertragsrechts ergibt sich allerdings daraus, dass die Staaten innerstaatlich (ihren eigenen Bürgern) als Teil einer effizienten rechtlichen Infrastruktur auch ein effizientes Vertragsrecht bereitstellen wollen.

<sup>26</sup> Weder gibt es einen nennenswerten Anreiz zur Bereitstellung eines rechtlich innovativen Vertragsrechts für internationale Transaktionen noch einen solchen zur "defensiven" Nachbesserung um mit der Entwicklung alternativer Vertragsrechtsordnungen Schritt zu halten.

Rechtsfragen durch Gerichtsentscheidungen finanziell fördern.<sup>27</sup> Von daher kann es nicht im Eigeninteresse eines Staats liegen, Geld in Zusammenhang mit Gerichtsverfahren zu verlieren, die überhaupt keine Verbindung zum Inland aufweisen und deren Klärung für die Entwicklung des innerstaatlich relevanten Rechts ohne jede Bedeutung ist; dazu kommt, dass derartige Verfahren als "Zusatzbelastung" das bestehende Gerichtssystem verlangsamen. Im Ergebnis werden daher die einzelnen Staaten bestrebt sein, "Fremdprozesse" über die Regeln der internationalen Zuständigkeit soweit möglich überhaupt fernzuhalten. Anreize dahingehend, das eigene Prozessrecht zur Erhöhung der Attraktivität für entsprechende Gerichtsstandsstandsklauseln "wettbewerbstauglich" zu gestalten, fehlen jedenfalls überhaupt.

Ganz anders stellen sich die Wettbewerbsverhältnisse dann dar, wenn Zivilprozesse nicht "Geld verlieren", sondern "Geld gewinnen". Bestes Beispiel sind die internationalen institutionellen Schiedsgerichte: Bei diesen gibt es – naturgemäß – keine Subventionierung der einzelnen Rechtsstreitigkeiten; im Gegenteil sind die Kosten des schiedsgerichtlichen Verfahrens darauf angelegt, auch (in gewissem Rahmen) Geld zu erwirtschaften. Hinsichtlich der Nachfrageseite gilt weiterhin das Interesse der Parteien an der Wahl einer "effizienten Schiedsgerichtsordnung". Hinsichtlich der Angebotsseite besteht nunmehr – im Lichte der Möglichkeit, durch entsprechende Schiedsklauseln von potenziellen Streitteilen "Geschäft" an sich zu ziehen – ein augenscheinliches Eigeninteresse der institutionellen Schiedsgerichte daran, ein effizientes Prozessrecht (eine effiziente Schiedsordnung) anzubieten und sich zu einem attraktiven Kandidaten für die entsprechende Wahl der Parteien (im Wege einer Schiedsklausel) zu machen. Der Wettbewerb der Prozessrechtsordnungen ist diesbezüglich daher voll wirksam. Eben dies lässt sich feststellen, wenn man die Schiedsordnungen der führenden institutionellen Schiedsgerichte miteinander vergleicht.<sup>28</sup> Diese haben sich – in Wettbewerb zueinander – inhaltlich sehr angeglichen; alle institutionellen Schiedsgerichte bieten funktionstaugliche Schiedsordnungen an, die dem Interesse der Streitteile an einer effizienten Durchführung des Schiedsverfahrens entsprechen. Der funktionierende Wettbewerb hat daher zur Ausbildung effizienter Regelsysteme und deren endogener Harmonisierung geführt.

### C. Implikationen

Welche Implikationen ergeben sich nun aus den vorgenannten Beispielen?

<sup>27</sup> Diese Subventionierung nimmt im Instanzenwege zu: Der Grund dafür liegt in der Überlegung, dass die Klärung strittiger Rechtsfragen (durch Berufungsgerichte und das Höchstgericht) ein "öffentliches Gut" bildet, das im Wege größerer Klarheit des eigenen nationalen Rechts der ganzen Rechtsgemeinschaft zu Gute kommt.

<sup>28</sup> Vgl. *Simpson Thacher & Bartlett, A Chart Comparing International Commercial Arbitration Rules* (1998).

Der Wettbewerb der Rechtsordnungen kann mehr oder minder intensiv sein: Im Bereich des internationalen Kaufrechts ist er – mangels direkter Vorteile auf der Angebotsseite – äußerst schwach ausgeprägt, im Bereich des Zivilprozessrechts bestehen gar angebotsseitig negative Anreize dahingehend, eine entsprechende Wahl des eigenen Prozessrechts gezielt unattraktiv zu machen oder institutionell überhaupt auszuschließen; im Bereich der institutionellen Schiedsgerichtsbarkeit ist der Wettbewerb der Prozessordnungen demgegenüber intensiv. Ungeachtet dieser – ganz unterschiedlich ausgeprägten – Wettbewerbsverhältnisse gilt: Auch eine geringe Wettbewerbsintensität, ja sogar ihr gänzliches Fehlen, führt deshalb nicht zu einer "Verschlechterung" des Rechts (im Verhältnis zum status quo ante).<sup>29</sup> Das Fehlen eines direkten Wettbewerbs führt insoweit nur dazu, dass es zu keinen Impulsen für die Entwicklung des Rechts kommt. Es ergibt sich bei mangelndem Wettbewerb also gegebenenfalls eine "Statik", aber keine negative – für die Rechtsentwicklung nachteilige – Dynamik.

Eine "Verschlechterung" des Rechts kraft Wettbewerbs ist freilich vorstellbar. Die Ursache einer solchen Verschlechterung liegt diesfalls aber nicht im Wettbewerbsprozess als solchem, sondern im Bestehen sog "externer Effekte" zu Lasten Dritter.<sup>30</sup> Bestes Beispiel ist der Wettbewerb im Bereich des grenzüberschreitenden Umweltschutzes: Generieren nationale Umweltstandards negative unkompensierte Effekte nicht im eigenen Land, sondern im Nachbarland, dann wird das Eigeninteresse des betreffenden Staats – gerade auch im Wettbewerb mit anderen Staaten – in die Richtung einer Abstufung nationaler Standards gehen.<sup>31</sup> Die diesbezüglich gesamthaft nachteiligen Folgen lassen sich daher grundsätzlich durch eine "Änderung der Spielregeln" – nämlich eine unkompensierte externe Effekte ausschließende Regelung – vermeiden.<sup>32</sup>

<sup>29</sup> Wohl aber bleiben die – sich spontan aus dem Wettbewerb ergebenden – Verbesserungspotenziale unausgenützt.

<sup>30</sup> Allerdings besteht durchaus die Möglichkeit, dass die Marktakteure aus sich heraus – durch sog "Coasian bargaining" – auftretende negative externe Effekte korrigieren.

<sup>31</sup> Dazu mit Beispielen *Lewisch* in FS Hempel 221.

<sup>32</sup> Auch insoweit sind freilich auf die parallelen – auf Internalisierung externer Effekte gerichteten – Wirkungen von Coasian Bargaining zu verweisen.

## IV. Wettbewerb des Gesellschaftsrechts

### A. Struktur dieses Wettbewerbs

Was gilt nun aber hinsichtlich der Voraussetzungen von Wettbewerb im Bereich der Gesellschaftsrechtsordnungen?

Angebotsseitig besteht durchaus ein Eigeninteresse der jeweiligen Staaten daran, attraktiver Kandidat bezüglich der Wahl des eigenen Gesellschaftsrechtssystems (also als Ort der Inkorporierung/Registrierung von Gesellschaften) zu sein. Dabei lässt sich an direkte Eigenvorteile in Form von "Eintragungsgebühren" iWS sowie an indirekte Vorteile in Form von Steuereinnahmen aus benachbarten Märkten (den zugehörigen Beratungsmärkten) denken. Weil die Vornahme gesellschaftsrechtlicher Transaktionen im Regelfall (von formularmäßigen Anträgen abgesehen) spezifisch technische Kenntnisse der entsprechenden Rechtsordnung samt Vertrautheit mit den diesbezüglichen firmenbuchrechtlichen Abläufen voraussetzt, bedarf es gerade auch der Inanspruchnahme von Beratern mit Spezialisierung im jeweiligen nationalen Recht. Die wirtschaftlichen und steuerlichen Impulse des diesbezüglichen Beratungsmarkts sind daher durchaus relevant. Im Ergebnis besteht durchaus ein Anreiz zur Bereitstellung einer funktionstüchtigen – und Inkorporationen anziehenden – Rechtsordnung, mag dieser auch (wegen des beschränkten Volumens an Inkorporierungen) nur schwach ausgeprägt sein. Das diesbezügliche Eigeninteresse der Staaten an Inkorporierungen von Gesellschaften im eigenen Land erhöht sich naturgemäß zusätzlich, wenn – wie in den USA – die Möglichkeit zur Einhebung einer diesbezüglichen "franchise tax" besteht;<sup>33</sup> das Bestehen eines diesbezüglichen Besteuerungsrechts ist aber nicht Voraussetzung eines wirksamen Wettbewerbs. Hinsichtlich der Nachfrageseite gibt es sogar ein manifestes Interesse an der Wahl eines "effizienten und transparenten" Gesellschaftsrechtssystems.<sup>34</sup> Vor diesem Hintergrund kommt man zum Ergebnis, dass im Bereich des Gesellschaftsrechts die Grundvoraussetzungen für Wettbewerb vorliegen: Es besteht sowohl ein Eigeninteresse der (potenziellen) Gesellschafter hinsichtlich eines effizienten Gesellschaftsrechts als auch ein (wenngleich nur schwach ausgeprägtes)

<sup>33</sup> Die Steuereinnahmen von Delaware aus Inkorporationen sind substanziell (US-\$ 600 Mio im Jahr 2001) und übersteigen um ein Vielfaches alle vorstellbaren materieneinschlägigen Staatsausgaben. Andere Staaten weisen demgegenüber geringe Steuereinnahmen aus oder haben ihr Steuersystem nicht einmal in Hinblick auf eine wirksame Steuereinhebung optimiert. Vgl dazu etwa *Bebchuk/Hamdani*, Yale Law Review 2002, 553; *Kahan/Kamar*, Price Discrimination in the Market for Corporate Law, Cornell Law Review 2001, 1205.

<sup>34</sup> Ein solches Gesellschaftsrechtssystem sollte sinnvolle, Streit vermeidende Regeln vorsehen, die im Ergebnis eine Maximierung des Gesellschaftswerts erlauben.

Eigeninteresse der Staaten, sich zum "attraktiven Kandidaten" für eine entsprechende Rechtswahl der (potenziellen) Gesellschafter zu machen.

Auf Grundlage der genannten Grundstruktur lässt sich der diesbezügliche Wettbewerbsprozess aber auch qualitativ charakterisieren. Es gilt nämlich: Gibt es von Seiten (potenzieller) Gesellschafter, also von Nachfrageseite, ein Eigeninteresse an "effizientem und transparentem Gesellschaftsrecht" und haben angebotsseitig die (Mitglied-)Staaten ein Eigeninteresse an der Bereitstellung eines tauglichen Gesellschaftsrechts, dann besteht ein Anreiz dahingehend, dieses Gesellschaftsrecht nachfragekonform auszugestalten. Die Rechtsentwicklung wird daher grundsätzlich in die Richtung der Ausbildung eines Gesellschaftsrechts gehen, das den Attributen von Transparenz und Effizienz entspricht.<sup>35</sup> Der Wettbewerbsdruck wird aber auch (über ein entsprechendes "defensives Nachziehen" der "trägeren" Staaten) zu einer gewissen Harmonisierung des Rechts führen. Das solcherart – durch endogene Harmonisierung ausgebildete – Gesellschaftsrecht mag nun – abhängig von den diesbezüglichen Nachfragerwartungen – "schlank" sein; "schlecht" wäre es allein wegen seiner allfälligen Schlankheit nicht. Im Ergebnis trägt daher der Wettbewerb im Bereich des Gesellschaftsrechts die Eignung zur Herausbildung eines effizienten Gesellschaftsrechts und zur endogenen Rechtsharmonisierung in sich.

### B. Die Situation in den USA: Realer Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen

Die Möglichkeit eines Wettbewerbs der Gesellschaftsrechtsordnungen ist also nicht nur abstrakt vorstellbar, sondern auch konkret möglich. Die Situation in den USA gilt allgemein als Beispiel für einen solchen effektiven Wettbewerb zwischen den Gesellschaftsrechtsordnungen.

#### 1. Die Führungsrolle von Delaware

Das empirische Bild in den USA zeigt zum einen die – bereits eingangs erwähnte – Dominanz der Stellung von Delaware: Danach sind rund die Hälfte der börsennotierten amerikanischen Aktiengesellschaften (und mehr als die Hälfte der "nonfinancial publicly traded firms") in Delaware inkorporiert.<sup>36</sup> Die herausragende Stellung von Delaware wird noch deutlicher,

<sup>35</sup> Sehen sich die (Mitglied-)Staaten dem konkurrierenden Angebot anderer Anbieter (= Staaten) ausgesetzt, dann besteht ein Anreiz, im Eigeninteresse – nämlich zur Realisierung der Vorteile aus einer diesbezüglichen Rechtswahl (potenzieller) Gesellschafter – das eigene Angebot in Hinblick auf Qualität und Preis so zu gestalten, dass es marktgerecht ist; dabei lohnt es sich auch, gesellschaftsrechtlicher Innovator zu sein.

<sup>36</sup> *Bebchuk/Hamdani*, Yale Law Journal 2002, 553.

wenn man bedenkt, dass in den USA rund ein Drittel aller Gesellschaften im Staat des eigenen Verwaltungssitzes inkorporiert sind. Auf dem Markt für "Fremdregistrierungen" (also Inkorporierungen außerhalb des Staats des Hauptverwaltungssitzes) liegt der Anteil von Delaware bei weit über 50%.<sup>37</sup> Damit nicht genug ist die Position von Delaware gerade auch in dynamischer Hinsicht (also bei einem Wechsel des Inkorporierungsstaates) überragend: Rund 80% der untersuchten Re-Inkorporierungen von Aktiengesellschaften erfolgen in Delaware.<sup>38</sup> Erstellt man hinsichtlich der Re-Inkorporierungen eine "Nettobilanz pro Staat" – vergleicht man also für jeden Staat die "eingehenden Re-Inkorporierungen" aus anderen Staaten (also den "Gesellschaftenimport") mit dem Verlust von Gesellschaften durch Re-Inkorporierung in einem fremden Staat – dann zeigt sich, dass überhaupt nur drei Staaten "Nettogewinner" sind (neben Delaware noch Nevada und Virginia); das Re-Inkorporierungsvolumen von Delaware übertrifft jenes von Nevada und Virginia dabei um ein Vielfaches.

Eine Untersuchung der Gründe für solche Reinkorporierungen zeigt, dass derartige Inkorporierungswechsel zumeist transaktionsbezogen – nämlich in der Erwartung konkreter Vorteile in Hinblick auf eine transparentere, schnellere, kostengünstigere und streitvermeidende Abwicklung – erfolgen.<sup>39</sup>

## 2. Harmonisierung kraft Wettbewerbs

Die Situation in den USA ist aber nicht nur durch eine Dominanz von Delaware charakterisiert, sondern auch durch einen wettbewerblichen Anpassungsdruck in Hinblick auf ein "defensives Nachziehen" der anderen, gesellschaftsrechtlich nicht innovativen Staaten. Manche Beiträge der US-amerikanischen Literatur beurteilen allerdings – mit durchaus erwägenswerten Argumenten – die aktuelle Intensität dieses Wettbewerbsprozesses als deshalb gering, weil die dominante Position von Delaware für Wettbewerber ohnedies kaum effektiv angreifbar wäre.<sup>40</sup> Selbst wenn aber die Aussichten darauf, Delaware aus seiner führenden Position zu verdrängen, gering sind, gibt es allemal einen "Anpassungsdruck" für die "passiven", "langsamen" oder "trägen" Staaten zur Verteidigung und Absicherung ihrer

<sup>37</sup> *Bebchuk/Cohen*, Journal of Law and Economics 2003, 394.

<sup>38</sup> *Romano*, Journal of Law, Economics, and Organization 1985, 244.

<sup>39</sup> *Romano*, Journal of Law, Economics, and Organization 1985, 249.

<sup>40</sup> Vgl insb *Bebchuk/Hamdani*, Yale Law Journal 2002, 553. Die Autoren machen geltend, dass (insb infolge von Netzexternalitäten) die Position von Delaware für andere Staaten kaum angreifbar sei und auch tatsächlich von den anderen Staaten kaum angegriffen würde. Der fehlende Wettbewerbsdruck (statt "vigorous race" bzw. "leisurely walk") würde es daher unwahrscheinlich machen, dass es zu einer wettbewerbsinduzierten Herausbildung eines optimalen Gesellschaftsrechts kommt.

Position. Eine solche "reactive legislative responsiveness" lässt sich auch empirisch nachweisen.<sup>41</sup> Tatsächlich besteht also ein "Ausbreitungsmuster" gesellschaftsrechtlicher Innovationen,<sup>42</sup> das (dargestellt in einer Grafik mit dem Zeitablauf auf der horizontalen und der Anzahl der die Innovation übernehmenden Staaten auf der vertikalen Achse) eine signifikante S-Kurve zeigt, die im Wesentlichen dem Schema der S-Kurven folgt, wie diese aus der Verbreitung technischer Innovation, aber auch anderer rechtlicher Innovationen bekannt sind.<sup>43</sup> Der S-Kurven-Verlauf bedeutet, dass zunächst bloß einzelne Staaten einer gesellschaftsrechtlichen Innovation nachziehen (= flacher Verlauf der Kurve), dass sich dieser Imitationsprozess sodann beschleunigt (sodass viele Staaten in kurzem Zeitraum die Innovation übernehmen = steiler Anstieg der Kurve) und dass hernach die Zahl der diese Innovation neu übernehmenden Staaten wieder geringer wird (= flacher Verlauf der Kurve). Der Gesamtkurvenverlauf zeigt, dass gesellschaftsrechtliche Innovationen letztlich von (praktisch) allen Anbietern übernommen werden. Die Sensitivität in der Anpassung der eigenen Rechtsordnung an gesellschaftsrechtliche Innovationen hängt dabei von der relativen Größe der Einnahmen aus einer "franchise tax" ab. Haben Staaten "viel zu verlieren", werden sie ihr Gesellschaftsrecht rasch an von anderen Rechtskreisen ausgehende Entwicklungen anpassen.<sup>44</sup> Ein Anpassungsdruck entsteht aber letztlich auch für jene Staaten, die im Wesentlichen bloß daran interessiert sind, ihre Position im Verhältnis zu den anderen Staaten aufrecht zu erhalten.<sup>45</sup> Insgesamt gesehen, ist diese S-Kurve Ausdruck eines "defensiven" Bemühens der trägeren Staaten um Aufrechterhaltung/Verteidigung von deren Stellung im

<sup>41</sup> Dazu insb *Romano*, Journal of Law, Economics, and Organization 1985, 233 ff. Ihre Ergebnisse konnten durch nachfolgende empirische Untersuchungen bestätigt werden.

<sup>42</sup> Von denen keineswegs alle auf eine Initiative von Delaware zurückgehen: *Romano*, Journal of Law, Economics, and Organization 1985, 240.

<sup>43</sup> Die von *Romano* in concreto untersuchten gesellschaftsrechtlichen Innovationen sind die folgenden (*Romano*, Journal of Law, Economics, and Organization 1985, 233): "Explicit elaboration of a standard for director and officer indemnification, the exemption from stockholder vote of mergers involving a specified percentage of the corporation's stock, the elimination of appraisal rights in corporations whose shares trade on a national exchange, antitakeover statutes, the right of shareholders to take action nonunanimously without holding a meeting, and the permission to stagger the board of directors, eliminate cumulative voting, and eliminate preemptive rights".

<sup>44</sup> Die dominante Stellung dieser Staaten bietet den dort inkorporierten Gesellschaften insoweit daher gewissermaßen eine "Modernisierungsgarantie": Vgl *Romano*, Journal of Law, Economics, and Organization 1985, 235: "States that obtain a high proportion of their revenues from franchise tax collections will be the most responsive to corporate desires and competitive pressures. For they stand to lose more." Diese Voraussage hat sich empirisch bestätigt: "While it [Delaware] was the first state to enact only one of the four laws under study, it adopted the other three within four to seven years from their introduction in another jurisdiction, and, as a result, it unambiguously outpaced the other states".

<sup>45</sup> *Romano*, Journal of Law, Economics, and Organization 1985, 236: "Most states respond to corporate desires in order to maintain their position, and not to enlarge their market shares."

Bereich des "chartering".<sup>46</sup> Im Ergebnis kommt es daher infolge dieses Wettbewerbsdrucks tatsächlich zu einer langfristigen endogenen Harmonisierung des Gesellschaftsrechts.

### C. Race to the bottom or to the top?

#### 1. Ausgangspunkt: Wettbewerb immerhin

Ist ein solcher – im Vorigen dargestellter – Wettbewerbsprozess nun ein solcher "to the top" oder "to the bottom"?

Blickt man in die – auch europäische, zur *Centros*-Entscheidung ergangene – Literatur, so findet man in Hinblick auf den Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen in der Tat im vorgenannten Sinn unterschiedliche Kategorisierungen des diesbezüglichen Wettbewerbsprozesses. Auffällig dabei ist, dass sich die diesbezüglichen literarischen Stellungnahmen zwar in der Bewertung des Ergebnisses dieses Wettbewerbsprozesses unterscheiden ("to the top", "to the bottom"), das Vorliegen eines Wettbewerbsprozesses selbst aber – zumindest ganz überwiegend – nicht in Frage stellen.<sup>47</sup> Die Intensität dieses Wettbewerbsprozesses lässt sich aber auch durch institutionelle Änderungen erhöhen.<sup>48</sup>

Umstritten ist daher (mit der im Vorigen erwähnten Maßgabe) im Grunde nicht das Vorliegen eines Wettbewerbs der Gesellschaftsrechtsordnungen an sich,<sup>49</sup> sondern die Richtung, in die dieser – für sich genommen nicht in Frage gestellte – Wettbewerbsprozess führt. In Bezug auf die Charakterisierung "to the top" oder "to the bottom" gilt freilich auch in diesem Zusammenhang, dass sich der Endpunkt eines solchen Wettbewerbsprozesses (also der Inhalt dessen, was "top" oder "bottom" ist) nicht vorweg definieren lässt: Denn das Ergebnis des

<sup>46</sup> *Romano*, *Journal of Law, Economics, and Organization* 1985, 235: "In the chartering context, the curve graphically portrays, as the state competition story would predict, the defensive moves of the states to preserve their positions – if they do not follow the leader, they will lose incorporations at the margin, as the cost to the firm of maintaining the domicile rises because of an outdated code."

<sup>47</sup> In der Tat sind, wie die vorige Analyse gezeigt hat, die Voraussetzungen wirksamen Wettbewerbs erfüllt, mag auch die Wettbewerbsintensität schwach ausgeprägt sein. In den USA scheint die Intensität dieses Wettbewerbs nach den von *Romano* präsentierten empirischen Untersuchungen – ungeachtet der Einwände von *Bebchuk/Hamdani*, *Yale Law Journal* 2002, 553 – jedenfalls auch in hinreichendem Ausmaß gegeben.

<sup>48</sup> IdS empfehlen auch *Bebchuk/Hamdani*, die die Wettbewerbsintensität in den USA als letztlich sehr gering einzustufen, eine Intensivierung des Wettbewerbsprozesses, nicht dessen Beseitigung (*Yale Law Journal* 2002, 615): "It would be desirable for federal law to invigorate competition by permitting shareholders to initiate and approve reincorporations and by providing a federal incorporation option. Such intervention would produce regulatory competition that is both more vigorous and more focused on the interests of shareholders. By improving the process generating corporate law arrangements, it could provide substantial and lasting improvements in corporate governance and shareholder value".

<sup>49</sup> Vgl diesbezüglich aber die von *Gelter*, *ZfR* 2004, 183, vorgetragene Betonung bundesrechtlicher Einflüsse.

Wettbewerbsprozesses lässt sich auch insoweit nicht voraussagen. Insb wäre es auch in diesem Zusammenhang nicht richtig, irgendwelche vorweg (etwa "traditionell") definierte – vielleicht aber von den Nachfragern als "überschießend" gar nicht gewünschte – Qualitätsanforderungen als "top" und jede im Verhältnis hierzu erfolgende – vielleicht in Wahrheit marktgerechte, nämlich die Konsumentenpräferenzen treffende – Änderung als "Abstufung to the bottom" zu bezeichnen. Bezugspunkt einer normativen Evaluierung kann also auch in diesem Zusammenhang nur die Strukturanalyse des einschlägigen Wettbewerbsprozesses in Hinblick auf dessen Eignung sein, unverzerrte Ergebnisse zu erzielen.

#### 2. Verzerrung der Wettbewerbsverhältnisse "to the bottom"?

Jene Strömungen, die der Sache nach von einem "race to the bottom" ausgehen, behaupten nun in der Tat strukturelle Störungen dieses Wettbewerbsprozesses. Zu untersuchen ist daher die Frage, woraus sich derartige Störungen ergeben können und ob ein allfälliges diesbezügliches "Störungspotenzial" auch tatsächlich relevant ist.

##### a. Abstrakte Möglichkeiten einer Fehlsteuerung

In welcher Form wäre eine Fehlleitung des Wettbewerbsprozesses iSd "race to the bottom" nun vorstellbar?

Dem Grunde nach sind derartige negative Entwicklungen – wie dargetan – bei einer nachfragegerechten Steuerung des Wettbewerbsprozesses solange auszuschließen, als die Nachfrager die Auswirkungen ihrer Rechtswahl auch selbst tragen. Solange nämlich die Konsequenzen einer Entscheidung den Entscheidungsträger selbst treffen (und es daher an negativen externen – andere betreffenden – Folgen fehlt), führt das Eigeninteresse des Nachfragers in die "richtige Richtung". Der Entscheidungsträger mag diesfalls durchaus auch fehlerhafte Entscheidungen treffen; diese führen aber nicht zu einer strukturellen Fehlsteuerung des Gesamtprozesses: Derartige – den Entscheidungsträger selbst treffende – nachteilige Folgen werden Anlass für eine insoweit korrigierte und daher bessere Entscheidung in nachfolgenden Perioden sein. Ein diesbezüglicher Druck, aus eigenen Fehlentscheidungen "zu lernen", ergibt sich gerade auch aus einem wettbewerblich strukturierten Umfeld. Eine Fehlleitung des Wettbewerbsmechanismus als solchem – also in Richtung "bottom" statt in Richtung "top" – ergibt sich daraus nicht.

Zu einer insgesamt fehlgesteuerten Entwicklung kann es nur insoweit kommen, als die Kosten der Rechtswahlentscheidung (Inkorporierungsentscheidung) in systematischer Weise andere Personen zu tragen haben als der Entscheidungsträger selbst.

Im gegebenen Zusammenhang sind nachteilige Entwicklungen ("race to the bottom") infolge unberücksichtigter negativer Effekte in Drittstaaten zwar vorstellbar, nicht aber einschlägig.<sup>50</sup> Vorstellbar ist eine strukturell fehlgeleitete Entwicklung aber insoweit, als Personen die wirtschaftlichen Konsequenzen einer gesellschaftsrechtlichen Rechtswahl zu tragen haben, die weder selbst Entscheidungsträger sind noch – zur Wahrung ihrer eigenen Interessen – das Verhalten der Entscheidungsträger effektiv zu lenken vermögen.

#### b. Die Trennung von "Ownership" und "Control" in der modernen Aktiengesellschaft

Eine solche mögliche Störung des Wettbewerbsprozesses bedarf näheren Zusehens. Ein Auseinanderklaffen von Entscheidungsträgern und wirtschaftlich Berechtigten wäre nämlich auf der Nachfrageseite des gesellschaftsrechtlichen Wettbewerbsprozesses deshalb vorstellbar, weil das organisatorische Charakteristikum von "corporations" gerade in der spezifischen Trennung von Eigentümerstellung und Management ("separation of ownership and control") besteht: Vor diesem Hintergrund kommt es typischerweise zu einem Auseinanderklaffen von Entscheidungsträger (Vertretungsorgan = Vorstand = Manager) und wirtschaftlich Berechtigtem (Eigentümer = Gesellschafter).<sup>51</sup>

Das Verhältnis von Gesellschafter und Manager lässt sich im Lichte der einflussreichen "principal-agent-theory" dahingehend beschreiben, dass zwischen dem Eigentümer und dem Manager eine Interessendivergenz besteht, die die Gefahr von vorwiegend am Eigennutzen des Managers orientierten "Unternehmensentscheidungen" nach sich zieht: Der Gesellschafter als "principal" setzt einen "agent" (nämlich das Management) zur Wahrung seiner Interessen ein und überträgt diesem weitgehende Entscheidungsrechte. Da nun jeder der handelnden Personen – und damit auch der "agent" – primär an der Wahrung seines Eigennutzens, nicht aber an der Förderung von Fremdnutzen interessiert ist, besteht in Hinblick auf das Verhalten des "agent" grundsätzlich die Gefahr, dass er seine Entscheidungen primär zur Förderung eigener Interessen, aber zum Nachteil der Gesellschafter einsetzt.<sup>52</sup>

Die Annahme eines "race to the bottom" geht daher der Sache nach davon aus, dass die Vertretungsorgane einer Gesellschaft (nämlich insb einer Kapitalgesellschaft nach dem Zuschnitt einer börsennotierten "corporation") auch in der Re-Inkorporierungsentscheidung

<sup>50</sup> In Betracht kommen hier externe Effekte insb im Bereich des – hier nicht weiter zu vertiefenden – länderübergreifenden Insolvenzrechts.

<sup>51</sup> Zu erwähnen ist darüber hinaus (als Kategorie) auch der Schutz von Gesellschaftsgläubigern und der Schutz von Minderheitsgesellschaftern; dazu Gelter, ZfRV 2004, 182.

<sup>52</sup> Maßgebliches Beurteilungskriterium ist in der Kapitalgesellschaft daher das Eigentümerinteresse ("shareholder value").

(also in der Entscheidung, welches Gesellschaftsrecht zu wählen ist) keinen ausreichenden Beschränkungen unterliegen und daher – zum wirtschaftlichen Nachteil der Gesellschaft und ihrer Eigentümer – bloß ihren Eigennutzen fördern. Deshalb bevorzugen Manager eine Re-Inkorporierung nach einer solchen Rechtsordnung, die ihren eigenen Interessen – nicht jenen der Aktionäre – am besten entspricht.<sup>53</sup> Orientiert sich nun die im Markt wirksame Nachfrage an einem managerbevorzugenden Gesellschaftsrecht, so wird sich auch das Angebot – in nachfragegerechter Weise – an dieser Interessenlage orientieren. Das Ergebnis wäre eine Entwicklung des Gesellschaftsrechts in eine eigentümergegünstigere, managerbegünstigendere Richtung. Die Nachteiligkeit für die Eigentümer müsste dabei auch wirtschaftlich zu greifen sein; sichtbarsten Ausdruck fände sie in einer niedrigeren Unternehmensbewertung.<sup>54</sup>

Inwieweit die solcherart angelegte Interessendivergenz tatsächlich schlagend wird, lässt sich ohne Berücksichtigung der diesbezüglichen institutionellen Rahmenbedingungen, also der konkreten – das Verhalten des "agent" steuernden – Anreizsysteme nicht beurteilen. Eine solche Disziplinierung des "agent" ist auf zweierlei Art vorstellbar. Zunächst mit spezifisch rechtlichen Steuerungsinstrumenten: Der "principal" wird – in Kenntnis der im Vorigen dargestellten Interessendivergenz – bestrebt sein, dem "agent" durch den Einsatz rechtlicher Steuerungsinstrumente (etwa von Belohnungs- und Bestrafungsinstrumenten) selektive Anreize für ein Verhalten im Interesse des "principal" zu geben und auf diesem Weg eine Interessenkonvergenz herbeizuführen.<sup>55</sup> Eine Disziplinierung des Managements kann sich aber auch durch ein Wirken der Marktkräfte – nämlich des "market for corporate control" – ergeben: Soweit nämlich Manager bei einer primär ihren eigenen Interessen dienenden Unternehmensführung die Performance der Gesellschaft – im Verhältnis zu deren wirtschaftlichen Potenzial – verschlechtern, begründen sie unmittelbar eine Gefahr für einen Weiterverbleib in ihrer Position. Das wahre wirtschaftliche Potenzial des Unternehmens lässt sich in einer solchen Konstellation nämlich nur insoweit realisieren, als entweder die alten Gesellschafter oder aber (insb) neue – durch die Möglichkeit zur Erfolg versprechenden Investition angelockte – Eigentümer das für die Unterbewertung verantwortliche Management auswechseln.<sup>56</sup> Die Möglichkeit eines solchen Szenarios macht eine

<sup>53</sup> Gerade in Angelegenheiten, die das Verhältnis von Manager und Aktionären betrifft, wählen die Vorstände eine Rechtsordnung, die ihre eigene Position zu Lasten der Eigentümer stärkt.

<sup>54</sup> Denn die Inkorporierung erfolgt dann nicht gesellschafterorientiert in Hinblick auf eine Maximierung des Gesellschaftswerts, sondern unter Orientierung an den – für die Gesellschafter "agency-Kosten" auslösenden – Managerinteressen.

<sup>55</sup> Die Verankerung derartiger Steuerungsmechanismen ist in der Publikumsaktiengesellschaft amerikanischen Zuschnitts naturgemäß ein heikles Unterfangen.

<sup>56</sup> Die Möglichkeit feindlicher Übernahmen gehört freilich – auch wegen der Möglichkeit, dass sich Manager durch ihre Re-Inkorporierungswahl (nämlich durch Wahl eines übernahmefreundlichen Rechts) gerade auch vor nachfolgenden Übernahmen schützen können – zu den besonders umstrittenen Fragen der amerikanischen

managerinteressenbestimmte Re-Inkorporierungsentscheidung – schon ex ante aus Perspektive der Manager – wenig attraktiv. Ob aber eine ausreichende Disziplinierung des Managements hinsichtlich der Entscheidung zur Wahl des Gesellschaftsrechts und Inkorporierung besteht, lässt sich nicht allgemein, sondern nur jeweils nach Maßgabe der bestehenden rechtlichen und marktspezifischen Rahmenbedingungen beurteilen.

In diesem Licht ergeben sich die folgenden Konsequenzen: Entscheidet der Manager letztlich über die Wahl des Gesellschaftsrechts und die Inkorporierung primär zur Förderung seiner eigenen Interessen und nicht jener der Gesellschafter, dann besteht die Gefahr, dass eine diesbezügliche "managergesteuerte" Wettbewerbsentwicklung zu einem "race to the bottom" führt. Schlägt demgegenüber hinsichtlich der Wahl des Gesellschaftsrechts letztlich – sei es auch nur vermittelt über den Markt "for corporate control" – das Eigentümerinteresse durch, dann gibt es keine Grundlage für eine Fehlsteuerung iSe "race to the bottom".

### c. Einwände

Gegen die Annahme eines "race to the bottom" lassen sich mehrere Einwände vortragen. Zunächst ergeben sich solche Einwände schon auf Grundlage einer abstrakten Sachanalyse.

Die Deutung dieses Wettbewerbsprozesses als eines "race to the bottom" basiert auf der Annahme eines ausschließlich an der Wahrung von Managerinteressen orientierten Nachfrageverhaltens. Diese Annahme setzt voraus, dass sich die Eigentümer/Gesellschafter in diesem Wettbewerbsprozess im Ergebnis völlig passiv verhalten und sich im Grunde in ihr Schicksal – nämlich jenes einer managerorientierten Rechtsentwicklung – fügen. Eine solche Eigentümerpassivität wäre umso erstaunlicher, als eine von Manager-Eigeninteresse getriebene Wahl der gesellschaftsrechtlichen Re-Inkorporierung – wie aufgezeigt – ja keineswegs per se, sondern nur bei Fehlen oder Ineffektivität entsprechender Steuerungs- oder Disziplinierungsinstrumente vorstellbar ist. Eine dauerhafte Fehlsteuerung des diesbezüglichen Wettbewerbsprozesses hätte daher zur Voraussetzung, dass die Eigentümerseite – im Wissen um die im Vorigen skizzierte Sachanalyse und die Wahrscheinlichkeit einer bloß managerinteressenorientierten Gesellschaftsrechtswahl – einer diesbezüglichen, der Wahrung der eigenen Interessen abträglichen Entwicklung in keiner Weise<sup>57</sup> gegenzusteuern vermag. Eine solche Annahme ist auch für börsennotierte

---

Diskussion. Gleiches gilt für die allgemeine Verbreitung von gesellschaftsrechtlichen Regelungen, die zumindest manche feindliche Übernahmen gezielt erschweren.

<sup>57</sup> Und sei es nur in dem Wege, die eigenen Investments in anderer – hinsichtlich des Managements besser steuerbarer – Form anzulegen.

Aktiengesellschaften mit grundsätzlich bloß geringen Steuerungsmöglichkeiten der Aktionäre sehr unplausibel.

Die Annahme eines "race to the bottom" zwingt aber auch zur Annahme, dass die diesbezügliche Entwicklung – also eine managerinteressenbestimmte Nachfrage nach Gesellschaftsrecht – zu einem "stabilen negativen Gleichgewicht" führt. Dies setzt voraus, dass (Re-)Inkorporierungen in managerbegünstigenden, eigentümerschädlichen Rechtsordnungen als dauerhaftes Phänomen die Rechtsentwicklung nachhaltig prägen. Unter der Annahme, dass managergesteuerte Inkorporierungen letztlich – über Bevorzugung der Managerinteressen (und entsprechende "agency-Kosten") – zu einem Wertverlust der Gesellschaft führen, ist die Annahme einer dauerhaften Orientierung an Managerinteressen aber wenig überzeugend: Durch ein Rückgängigmachen der (managerfreundlichen) Re-Inkorporierung (also durch erneute Re-Inkorporierung im Ausgangsstaat) ließe sich ja ein diesbezüglicher Wertverlust durchaus einfach ausgleichen. Gibt es aber ein solches Potential für den Rückgewinn verlorenen Unternehmenswerts, so besteht auch ein Anreiz zu seiner Realisierung; die "gesellschaftswertschädliche Re-Inkorporierung" ist kein stabiles Gleichgewicht.<sup>58</sup>

Man kann die vorgenannte Frage aber auch empirisch untersuchen. Insb lässt sich für die USA überprüfen, ob eine Re-Inkorporierung in Delaware nun zu einem Verlust an Unternehmenswert der Gesellschaft führt oder nicht. Nach gegenwärtigem Stand lässt sich insoweit sagen, dass keine Kursverluste infolge Re-Inkorporierung feststellbar sind.<sup>59</sup> Soweit es also um die marktmäßige Bewertung dieser Unternehmen geht, ist eine Re-Inkorporierung von Unternehmen in Delaware nicht nachteilig, tendenziell eher positiv. Aufschlussreich hinsichtlich einer marktmäßigen Bewertung einer Re-Inkorporierung in Delaware ist insb eine Event-Study, die die Kursentwicklung börsennotierter Unternehmen nach Bekanntgabe der Entscheidung zur Re-Inkorporierung in Delaware (differenziert für unterschiedliche Motivationen derartiger Re-Inkorporierungen) untersucht.<sup>60</sup> Diese Untersuchung zeigt keine

---

<sup>58</sup> Nach amerikanischem Gesellschaftsrecht können die Gesellschafter üblicherweise nicht selbstständig (ohne das Management) den Ort der Re-Inkorporierung bestimmen. So bedarf es für die (erneute) Re-Inkorporierung im Wesentlichen eines Wechsels im Management. Eine managerfreundliche (erste) Re-Inkorporierung mag nun einen solchen Wechsel erschweren; langfristig wirksam verhindern kann sie ihn bei ausreichenden diesbezüglichen Eigentümeranreizen nicht.

<sup>59</sup> Als unsicher muss man nach dem derzeitigen Stand der Literatur die Beantwortung der Frage beurteilen, ob in Delaware registrierte Gesellschaften einen höheren Unternehmenswert realisieren: Vgl dazu insb *Daines*, Does Delaware Law Improve Firm Value? *Journal of Financial Economics* 2001, 525 und *Subramanian*, The Disappearing Delaware Effect, *Journal of Law, Economics, and Organization* 2004, 32.

<sup>60</sup> Derartige Event-Studies sind ökonomische Untersuchungen, die den Einfluss eines Ereignisses auf den Kurs von Aktien eines Unternehmens durch Vergleich des tatsächlich beobachteten Kurses mit dem hypothetischen Kurs ohne das Ereignis (iSe "Was-wäre-wenn-Rechnung") bestimmen. Die Errechnung des hypothetischen Kurses basiert dabei nach einer standardisierten Technik auf Korrelationsuntersuchungen zwischen den Entwicklungen des allgemeinen Aktienmarktes und der Kursentwicklung des konkret untersuchten

negativen, für einige Konstellationen aber positive Marktreaktionen auf eine Re-Inkorporierung in Delaware.<sup>61</sup>

#### d. Schlussfolgerung

Wettbewerb zwischen Gesellschaftsrechtsordnungen ist möglich und tatsächlich existent. Ein solcher Wettbewerb geht grundsätzlich in Richtung der Entwicklung eines effizienten, den Unternehmenswert maximierenden Rechts. Im Ergebnis lässt sich auch in Bezug auf die USA nach der überwiegenden Beurteilung der US-amerikanischen Literatur nicht davon sprechen, dass der Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen zwischen den amerikanischen Bundesstaaten zu einem "race to the bottom" geführt hat. Sieht man – abhängig von den in einem Rechtskreis einschlägigen institutionellen Regeln – die Gefahr, dass der Wettbewerb nachfrageseitig – ungeachtet der grundsätzlichen rechtlichen und kapitalmarktmäßigen Disziplinierung der Unternehmensleitungsebene – in concreto von Managerinteressen zu Lasten der Gesellschafterinteressen dominiert wird, so wäre "competition to the top" durch (Weiter-)Entwicklung der genannten Disziplinierungsmechanismen, nicht aber durch rechtliche Abschwächung oder Beseitigung des Wettbewerbs sicher zu stellen.

#### D. Delaware als Marktbeherrscher

Zuletzt bedarf noch eine weitere Frage der Aufmerksamkeit, nämlich jene nach der dominanten Position Delawares im amerikanischen Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen. Auch wenn es in einem wettbewerblichen System durchaus Innovatoren (auch mit kraft Innovation begründetem, temporärem Monopol) und "defensiv nachziehende" Wettbewerbsteilnehmer geben kann, so ist die permanente Dominanz von Delaware doch überraschend. Die Position von Delaware entspricht durchaus jener eines

---

Unternehmens in Perioden, die nicht im zeitlichen Naheverhältnis zum untersuchten Ereignis stehen. Aus der Beobachtung der Marktentwicklung zum kritischen Ereignis lässt sich daher der Kurs des untersuchten Unternehmens, wie er sich ohne kritisches Ereignis ergäbe, hochrechnen. Die Größe der Abweichung zwischen hypothetischem und tatsächlich beobachtetem Kurs gibt Auskunft über den Einfluss des untersuchten Ereignisses.

<sup>61</sup> Romano, Journal of Law, Economics, and Organization 1985, 272: "This finding supports the view that a domicile change is not a negative present value event and is consonant with the cost-reducing implication of the transaction explanation of reincorporations. For reincorporating is associated, in some situations, with abnormal returns for the shareholders and, at worst, it is a zero net present value transaction".

dauerhaft "marktbeherrschenden Unternehmens". Wie erklärt sich nun diese dominante Stellung von Delaware und deren Konstanz?<sup>62</sup>

Näheres Zusehen zeigt, dass es insb sog "netzökonomische" Gesichtspunkte sind, die die Dominanz von Delaware erklären. Das Gesellschaftsrecht als solches (also "on the paper") trägt nämlich nur zum Teil zu dieser Stellung bei. Ein entscheidender Vorteil von Delaware liegt aber in einem ausdifferenzierten – die meisten Sachkonstellationen in Verästelungen bereits erfassenden – case law, einer spezialisierten und einschlägig erfahrenen Richterschaft und einer ebenso spezialisierten und erfahrenen Beratung (insb Anwaltschaft). Eben diese Umstände führen dazu, dass sich gesellschaftsrechtliche Transaktionen kostengünstiger und rascher in Delaware als anderswo abwickeln lassen.

Die genannten Umstände führen aber auch dazu, dass die dominante Position von Delaware so schwer angreifbar ist. Insoweit würde es nämlich nicht hinreichen, wenn irgendein anderer US-Bundesstaat etwa im Wege einer dynamischen Verweisung das gesamte Gesellschaftsrecht von Delaware auch zu eigenem Recht erklärt. Um über ein ausdifferenziertes case law zu verfügen, braucht man cases (die man über entsprechende incorporations erhält). Zu Inkorporierungen nach dem jeweiligen Gesellschaftsrecht eines Staats kommt es – im Lichte der angestrebten Transparenz, Raschheit und Kostenattraktivität bei der Abwicklung gesellschaftsrechtlicher Vorgänge – aber primär dort, wo ausdifferenziertes case law bereits besteht. In gleicher Weise verhält es sich mit der Erfahrung von Richtern und Anwälten: Um erfahren zu sein, braucht man Erfahrung; diese setzt einschlägige Fälle voraus. Einschlägige Fälle gehen aber dorthin, wo Erfahrung bereits besteht.<sup>63</sup>

Vor diesem Hintergrund erweist sich die Position von Delaware als schwierig anzugreifen. Es zeigt sich aber auch ein Weiteres: Die (bereits früh, aber eher zufällig erfolgte) Herausbildung von Delaware als Dominator im Markt für "corporate chartering"<sup>64</sup> ist keineswegs notwendigerweise mit der Existenz von Wettbewerb zwischen Gesellschaftsrechtsordnungen an sich verbunden. Kommt es – vielleicht auch nur (wie im Fall der USA) aus historischen Zufälligkeiten – zur Etablierung einer solchen marktbeherrschenden Stellung, ist diese zwar schwer angreifbar. Kommt es aber nicht zur Etablierung eines Marktbeherrschers, dann ist aus

---

<sup>62</sup> Diese Frage ist umso naheliegender, als der Umstand einer nennenswerten Besteuerung von in Delaware inkorporierten Gesellschaften durch die franchise tax zumindest nach dem ersten Anschein die Stellung dieses Staats in besonderer Weise gegenüber Konkurrenten, Imitatoren oder anderen Innovatoren angreifbar macht.

<sup>63</sup> Mit einer "dynamischen Verweisung" auf das Gesellschaftsrecht von Delaware in Bausch und Bogen lässt sich daher nichts gewinnen: Selbst wenn man das case law mit-übernehmen wollte, so bräuchte man doch erfahrene Anwälte und Richter, um dieses Recht sinnvoll anzuwenden und weiterzuentwickeln.

<sup>64</sup> Vgl Gelter, ZfR 2004, 174.

der Struktur der einschlägigen Marktverhältnisse heraus mit einer wettbewerblichen Marktstruktur zu rechnen. Das Vorhandensein von Wettbewerb zwischen den Gesellschaftsrechtsordnungen führt also nicht aus sich heraus zur "Marktbeherrschung" durch einen Wettbewerbsteilnehmer. Auch für die Entwicklung in Europa ist daher nicht per se von der Herausbildung eines gesellschaftsrechtlich dominanten MS auszugehen.

#### E. Gesamtbild

Insgesamt ergibt sich: Der Wettbewerb im Bereich der Gesellschaftsrechtsordnung ist grundsätzlich funktionstüchtig. Sowohl für die Normanbieter als auch die Nachfrager gibt es ein identifizierbares Eigeninteresse an der Bereitstellung/Inanspruchnahme einer effizienten Gesellschaftsrechtsordnung. Ein solcher Wettbewerbsprozess sollte daher – auch bei bloß mäßiger Ausprägung der Wettbewerbsintensität – zur Ausprägung einer nachfragegerechten (und daher von dieser Nachfrage als effizient empfundenen) Gesellschaftsrechtsordnung führen. Die Herausbildung eines "dominant players" ist nicht notwendige Folge von Wettbewerb. Störungen dieses Wettbewerbsprozesses können insoweit auftreten, als die Nachfrage dauerhaft von Entscheidungsträgern bestimmt wird, die im Eigeninteresse, nicht aber im Interesse der Gesellschaft (der Gesellschaftseigentümer) handeln. Solche Störungen sind zwar vorstellbar, in Hinblick auf die rechtlichen und auch marktmäßigen Möglichkeiten zur Kontrolle des Managements von Kapitalgesellschaften aber nur mäßig plausibel. Die Entwicklung des Gesellschaftsrechts in den USA gibt – bei gewiss spezifischer institutioneller Ausprägung – keinen Anlass zur Deutung, dass es sich dabei um eine tatsächlich nachteilige Entwicklung ("race to the bottom") gehandelt hat. Dazu kommt, dass selbst die Annahme einer für einen gewissen Bereich in concreto negativen Entwicklung nicht dazu führen würde, dass damit der Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen als solcher funktionsuntüchtig wird; ein solcher Wettbewerb ließe sich nämlich jedenfalls durch institutionelle Korrektur allfälliger Verzerrungen herbeiführen und/oder intensivieren.

Im Verhältnis zu den USA sind in Europa negative Entwicklungen des Wettbewerbs der Gesellschaftsrechtssysteme noch weniger zu erwarten. Die europäische Diskussion betrifft zu einem guten Teil das GmbH-Recht. Bei GmbHs sind die Disziplinierungsmittel gegenüber dem Management ungleich stärker ausgeprägt als im Aktienrecht. Sehr häufig sind Manager sogar selbst Anteilsinhaber. Bei Aktiengesellschaften sind die kapitalmarktmäßigen Disziplinierungsinstrumente gegenüber dem Management im Vergleich zu den USA zwar schwächer, die rechtlichen hingegen vergleichsweise stärker ausgeprägt. Die – in der europäischen Diskussion im Vordergrund stehende – erstmalige Inkorporierungsentscheidung wird sowohl für GmbHs als auch für AGs unmittelbar von den Gesellschaftern gesteuert. Diese können – soweit sich das Erfordernis einer Gesellschafterzustimmung nicht ohnedies

nach den allgemeinen Regeln ergibt – auch Sitzänderungen zustimmungspflichtig ausgestalten. Eine allein managerinteressenbestimmte Nachfrage im Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen ist daher insoweit nur schwer vorstellbar.

#### V. Zusammenfassung und Ausblick

Der Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen ist ein "grundfreiheiteninduzierter Wettbewerb der Rechtsordnungen". Er führt zu einem Machtverlust der MS und zu einer größeren Entscheidungsfreiheit der Rechtsunterworfenen. Im Wettbewerb der Gesellschaftsrechtssysteme sind die einzelnen (Mitglied-)Staaten Anbieter, die Gesellschaften Nachfrager von Gesellschaftsrecht. Ein solcher Wettbewerb führt zu einer Ausbildung eines nachfragegerechten Gesellschaftsrechts. Eine Nachfrage im Interesse der Gesellschafter führt daher zu einem effizienten, den Unternehmenswert maximierenden Gesellschaftsrecht. Anderes könnte gelten, wenn die Nachfrage von Entscheidungsträgern bestimmt wird, die die wirtschaftlichen Folgen ihrer Entscheidungen nicht in vollem Umfang tragen, wie dies bei bloß "managerinteressenbestimmten" Rechtswahlentscheidungen der Fall wäre. Angesichts der rechtlichen und wirtschaftlichen (nämlich kapitalmarktbezogenen) Möglichkeiten zur diesbezüglichen Disziplinierung des Managements sind derartige systematische Fehlsteuerungen wenig wahrscheinlich. Aus diesem im Vorigen beschriebenen Wettbewerbsprozess ergibt sich gleichzeitig eine "spontane" Harmonisierung des Gesellschaftsrechts.

Die einschlägige Literatur in den USA kommt überwiegend zum Ergebnis, dass der Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen in den USA funktionstüchtig ist und auch in concreto zur Ausbildung eines effizienten Gesellschaftsrechts geführt hat. Ein "race to the bottom" ist in Europa – schon allein wegen der Bedeutung der (gesellschafterdominierten) Entscheidung über den Gründungsstaat – umso weniger zu erwarten. Der Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen erweist sich damit im Ergebnis sowohl als abstrakt möglich wie auch als in concreto funktionstüchtig.