

## **Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG**

Theodor Baums\*

- I. Einleitung
  
- II. Geschichte und Inhalt des Richtlinienentwurfs
  - 1. Empfehlungen und Richtlinienvorschläge
  - 2. Der Inhalt des Vorschlags vom 10.9.1990
  
- III. Rechtsangleichung und Subsidiaritätsprinzip
  - 1. Grundlagen der Rechtsangleichung
    - a) Gesellschaftsrecht
    - b) Kapitalmarktrecht
  - 2. Zur Bedeutung des Subsidiaritätsprinzips
    - a) Allgemeines
    - b) Rechtsangleichung und ausschließliche Zuständigkeit
    - c) Inhalt und Bedeutung für die Rechtsangleichung
  
- IV. Harmonisierungsbedarf im Takeover-Recht?
  - 1. Transnationale Aspekte
  - 2. Wettbewerb von Regelsystemen
  
- V. Ausblick

## I. Einleitung

Die Kommission plant seit langem eine Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der Gemeinschaft<sup>1</sup>. Betroffen von diesen Plänen sind freilich vorerst nur Aktiengesellschaften, deren Papiere an einem regulierten Markt gehandelt werden. Und noch in einer anderen Richtung sind die Regulierungspläne beschränkt: Der von der Kommission vorgelegte Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiete des Gesellschaftsrechts<sup>2</sup> betrifft vornehmlich die Übernahme von Aktien einer Gesellschaft auf dem Wege eines öffentlichen Übernahmeangebots, ein Weg, der in Deutschland nur in seltenen Ausnahmefällen beschränkt wird. Die scharfe Ablehnung, der sich der Entwurf dennoch vor allem in Deutschland ausgesetzt sieht<sup>3</sup>, richtet sich gegen Art. 4 des Entwurfs. Diese Vorschrift erfaßt auch den Aktienerwerb auf anderem Wege als dem des öffentlichen Übernahmeangebots, sofern nur die Transaktion, z. B. ein Paketkauf, dem Erwerber die Kontrolle über die betreffende Gesellschaft verschafft. Dann soll nach Art. 4 des Entwurfs der Erwerber einer solchen kontrollierenden Beteiligung verpflichtet sein, den übrigen Aktionären die Übernahme auch ihrer Aktien anzubieten. Dabei setzt der Richtlinienentwurf die Schwelle, ab welcher der Erwerb einer "kontrollierenden" Beteiligung angenommen und damit die Pflicht zu Erwerb aller übrigen Aktien ausgelöst wird, bei einem Drittel der stimmberechtigten Aktien an. Diese Betrachtung ist zumindest für Publikumsgesellschaften, die sich mehrheitlich in Streubesitz befinden, offenkundig realistisch. So waren im Jahre 1992 auf den Hauptversammlungen der 24 größten deutschen Publikumsgesellschaften durchschnittlich nur 58 Prozent der stimmberechtigten Aktionäre vertreten<sup>4</sup>. In diesen Fällen kann also, wenn man so will, die "Kontrolle" bereits mit knapp dreißig Prozent aller stimmberechtigten Aktien erworben und ausgeübt werden.

Eine Diskussion der Regulierung von Unternehmensübernahmen und der Vorschläge der Kommission hierzu kann an verschiedenen Punkten ansetzen: So kann man ganz grundsätzlich die Bedeutung von Unternehmensübernahmen und ihrer Regulierung für den Kapitalmarkt und den "Markt für Unternehmenskontrolle" erörtern<sup>5</sup> oder nach den ökonomischen Auswirkungen des in Art. 4 des Richtlinienentwurfs vorgesehenen Zwangsübernahmeangebotes fragen<sup>6</sup>. Man kann der Frage nachgehen, ob eine gesetzliche Regelung überhaupt erforderlich ist, oder ob eine Selbstregulierung genügt, wie sie bisher in Deutschland in Form einer Empfehlung der Börsensachverständigenkommission besteht<sup>7</sup>, oder wie sie - freilich mit viel weitergehendem Inhalt und wirkungsvoller - der englische Kapitalmarkt in Form des "City Code on Takeovers and Mergers" kennt<sup>8</sup>.

Meine folgenden Bemerkungen beschränken sich auf die Harmonisierung des Takeoverrechts auf Gemeinschaftsebene. Dabei geht es nicht um eine rechtspolitische Kritik des vorliegenden Richtlinienentwurfs im Detail. Sondern es soll vorrangig die - z. B. vom Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages vehement verneinte<sup>9</sup> - Notwendigkeit einer europaweiten Regulierung von Unternehmensübernahmen erörtert werden. Bedarf es tatsächlich einer - zumindest in ihren Grundzügen - einheitlichen oder annähernd einheitlichen Regulierung dieses Bereichs seitens der Union? Die Erörterung dieser Frage setzt zunächst einen knappen Abriss der Entwicklung der bisherigen Harmonisierungsbestrebungen und eine genauere Orientierung über den Inhalt des gegenwärtigen Richtlinienentwurfs voraus (unten II.). Sodann bedarf es, insbesondere im Hinblick auf das durch den Maastricht-Vertrag 1992 eingeführte Subsidiaritätsprinzip, einer erneuten Vergewisserung der Grundlagen einer EG-weiten Rechtsangleichung in diesem Bereich (unten III.). Dem folgen dann Überlegungen zur Erforderlichkeit einer europaweiten

Regulierung von Unternehmensübernahmen (IV.) und abschließend ein Ausblick auf die voraussichtlich zu erwartende Entwicklung (V.).

## II. Geschichte und Inhalt des Richtlinienentwurfs

### 1. Empfehlungen und Richtlinienvorschläge

Die ersten Bemühungen um eine Rechtsangleichung im Bereich der Unternehmensübernahmen hat die EG-Kommission bereits in den 70er Jahren unternommen<sup>10</sup>. 1974 legte im Auftrag der Kommission *Robert R. Pennington* seinen Bericht über "Übernahmeangebote und andere Angebote" vor<sup>11</sup>. 1977 erließ die Kommission eine die Mitgliedstaaten nicht bindende Empfehlung<sup>12</sup>; die bereits erwähnten Leitsätze der Börsensachverständigenkommission aus dem Jahre 1979<sup>13</sup> stellen eine Reaktion auf die in diesen Jahren geführte Diskussion dar.

In ihrem 1985 vorgelegten Weißbuch zur "Vollendung des Binnenmarktes" kündigte die Kommission dann die Angleichung des Rechts der Mitgliedstaaten auf diesem Gebiete und die Vorlage eines Richtlinienvorschlages hierzu an<sup>14</sup>. Eine bindende Teilregelung erfolgte 1988, durch die sog. Transparenzrichtlinie<sup>15</sup>, die bei Erwerb oder Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zur Information der Gesellschaft hierüber verpflichtet. Diese Transparenzrichtlinie wurde in Deutschland im letzten Jahr durch das sog. Zweite Finanzmarktförderungsgesetz umgesetzt<sup>16</sup>. Davon abgetrennt legte die Kommission 1987 einen Vorentwurf eines Vorschlags für eine Richtlinie über Übernahmeangebote<sup>17</sup> vor, der dann, 1989, zu einem Richtlinienvorschlag weiterentwickelt wurde<sup>18</sup>.

Diesem Richtlinienvorschlag war freilich in einzelnen Mitgliedstaaten aus verschiedenen Gründen keine günstige Aufnahme beschieden, und dasselbe gilt für den bald danach überarbeiteten Richtlinienentwurf, der im November 1990 veröffentlicht wurde<sup>19</sup>. Auf die neuerliche vehemente Kritik hin<sup>20</sup> und unter dem Eindruck der inzwischen geführten Debatte um die Subsidiarität EG-weiter Maßnahmen<sup>21</sup> kündigte die Kommission 1992 an, daß der Richtlinienvorschlag zu den öffentlichen Übernahmeangeboten überarbeitet und nur mehr allgemeine Grundsätze formuliert werden sollten, die dann von den Mitgliedstaaten ergänzt werden könnten<sup>22</sup>. Ein geänderter Vorschlag war zunächst für das erste Halbjahr 1995 vorgesehen<sup>23</sup>. Es erscheint aber nicht als ausgeschlossen, daß der Rechtsangleichungsprozeß in diesem Bereich nach mehr als zwanzigjähriger Diskussion wieder dort endet, wo er einst seinen Anfang genommen hat: Bei einer auf wenige Punkte beschränkten bloßen Empfehlung<sup>24</sup> der Kommission, die den Einzelstaaten die Entscheidung darüber beläßt, in welcher Weise sie Übernahmeangebote und Kontrollwechsel in Publikumsgesellschaften regulieren.

Die folgende knappe Wiedergabe des Inhalts des Richtlinienvorschlages der Kommission steht demnach unter dem Vorbehalt, daß dieser Vorschlag zweifellos mit diesem oder einem ähnlich weitgehenden Inhalt wohl keinesfalls mehr in eine endgültige Richtlinie einmünden wird.

### 2. Der Inhalt des Vorschlags vom 10.9.1990

Der Richtlinienvorschlag zu den öffentlichen Übernahmeangeboten betrifft zwei verschiedene Fragenkreise, deren Erörterung getrennt erfolgen muß: Zum einen reguliert er den Markt im Fall eines öffentlichen Übernahmeangebots. Zum anderen spricht er die Verpflichtung jedes Erwerbers einer kontrollierenden Beteiligung aus, die Aktien aller übrigen Aktionäre auf deren Anerbieten hin zu übernehmen. Diese Übernahmeverpflichtung wird technisch auf dem Weg über ein öffentliches Übernahmeangebot ab-

gewickelt; und dies ist der Grund, weshalb die erwähnten beiden Regelungskomplexe in einem einzigen Richtlinienvorschlag zusammengefaßt sind.

aa) Wenn ein öffentliches Angebot auf Erwerb einer Vielzahl von Aktien einer Publikumsgesellschaft erfolgt, bildet sich ein Markt mit dem Nachfrager oder Bieter auf der einen und den bisherigen, ihm unbekanntem Aktionären als den potentiellen Verkäufern auf der anderen Seite. In einem solchen Fall drohen spezifische Marktversagensprobleme: Denn dem Bieter steht nicht ein einzelner, wohlinformierter Verkäufer gegenüber, sondern eine Vielzahl von Anlegern, die wenig oder gar nicht über den Wert des Unternehmens und ihrer Beteiligung im Fall eines Verkaufs oder aber des Haltens ihrer Beteiligung informiert sind. Außerdem sehen sie sich speziellen Kollektivhandlungsproblemen ausgesetzt<sup>25</sup>. Der Richtlinienvorschlag will diesen Markt regulieren, um informierte und überlegte Entscheidungen der Anleger zu ermöglichen: Der Bieter hat eine detaillierte Angebotsunterlage mit eingehenden Informationen zu erstellen und zu veröffentlichen (Art. 10, 11 des Entwurfs). Der Vorstand der Zielgesellschaft hat hierzu Stellung zu nehmen (Art. 14 des Entwurfs). Um die Preisbildung zu verbessern, sollen konkurrierende Angebote und damit gewissermaßen Auktionsverfahren erleichtert werden (Art. 20 des Entwurfs). Der Bieter darf sich nicht zunutze machen, daß ihm eine Mehrzahl unkoordiniert handelnder Verkäufer gegenübersteht, z. B. durch das Bieten verschiedener Preise (Art. 16 des Entwurfs) oder gestaffelte Teilgebote (Art. 4 des Entwurfs), und anderes mehr. Ergänzt werden diese Vorkehrungen durch ein Verbot für den Vorstand der Zielgesellschaft, die Transaktion zu vereiteln (Art. 8 des Entwurfs), und durch die Betrauung einer öffentlichen Kapitalmarktaufsicht mit entsprechenden Befugnissen, um ein ordnungsgemäßes Funktionieren solcher mit Marktversagensproblemen bedrohter Transaktionen zu gewährleisten.

Daß eine solche Regelung erforderlich ist, sei es auf gesetzlicher, sei es auf freiwilliger Basis, wird im Prinzip von keiner Seite angezweifelt. Kritisiert werden insoweit nur fehlende<sup>26</sup> oder mangelhafte<sup>27</sup> Detailregelungen, und es wird allerdings bezweifelt, ob es insoweit überhaupt einer Regelung auf der Unionsebene bedarf, ob nicht mit nationalen Vorschriften einschließlich im Wege der Selbstregulierung gesetzter Vorgaben auszukommen ist<sup>28</sup>.

bb) Der zweite vom Richtlinienentwurf erfaßte Bereich betrifft den Kontrollwechsel in Publikumsgesellschaften. Art. 4 des Entwurfs stellt die Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots für jeden auf, der ein Drittel oder mehr der stimmberechtigten Aktien hält. Die Mitgliedstaaten können diese Schwelle noch herabsetzen. Diese Regelung betrifft also nicht etwa nur denjenigen Erwerber, der eine solche "kontrollierende" Beteiligung auf dem Wege eines öffentlichen Übernahmeangebots erworben hat oder erwerben möchte. Sondern sie greift unabhängig davon ein, auf welchem Wege der Erwerb der Kontrolle sich vollzogen hat<sup>29</sup>, gilt also insbesondere auch für den Pakethandel oder den Zukauf über die Börse.

Die Kritik hieran kann wie folgt zusammengefaßt werden<sup>30</sup>: Eine Verpflichtung zu einem Gesamtübernahmeangebot sei sachlich, im Hinblick auf die Interessen der "außenstehenden" Aktionäre, nicht gerechtfertigt. Entstehe durch den Kontrollverlust eine Konzernverbindung zwischen dem betreffenden Erwerber und der Gesellschaft, so biete das deutsche Konzernrecht ausreichenden Schutz. Einen einleuchtenden Grund für die Verteilung der "Kontrollprämie" gebe es ebenfalls nicht. Auch der Schutz vor spekulativen Teilangeboten bei Kontrollverlust auf dem Weg über ein öffentliches Über-

nahmeangebot sei auf anderem Weg als über eine Gesamtübernahmeverpflichtung zu erreichen. Davon abgesehen habe eine Gesamtübernahmeverpflichtung eine Reihe nachteiliger Wirkungen: So würden wirtschaftlich wünschenswerte wertsteigernde Unternehmenszusammenschlüsse verteuert und damit erschwert. Daneben werde die Konzentration gefördert, die Organisationsstruktur von Konzernen negativ beeinflusst sowie der Vorteil kontrollierender Großaktionäre beseitigt. Und schließlich wird auch hier wieder in Frage gestellt, ob es - wenn denn eine entsprechende oder ähnliche Regulierung erforderlich sei - insoweit einer Harmonisierung auf Unionsebene bedürfe<sup>31</sup>.

Bevor dieser zuletzt gestellten Frage nachgegangen werden kann, sind im folgenden zunächst die rechtlichen Grundlagen einer solchen Harmonisierung darzustellen, und dabei ist vor allem nach der Bedeutung des Subsidiaritätsprinzips in diesem Zusammenhang zu fragen.

### III. Rechtsangleichung und Subsidiaritätsprinzip

#### 1. Grundlagen

Die allgemeinen Grundlagen der Harmonisierung sind rasch rekapituliert; dabei ist zwischen der Angleichung im Bereich des Gesellschaftsrechts (a) und des Kapitalmarktrechts (b) zu unterscheiden.

##### a) Gesellschaftsrecht

Zunächst konkretisiert der Aufgabenkatalog des Art. 3 EGV die in Art. 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft, und zu diesen Aufgaben gehört auch "die Angleichung der innerstaatlichen Rechtsvorschriften, soweit dies für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes erforderlich ist" (Art. 3 h EGV). Dabei handelt es sich freilich noch nicht um eine Bestimmung, die bereits für sich allein als "Kompetenznorm" die EG-Organen im Verhältnis zu den Mitgliedstaaten oder gar, als "Ermächtigungsnorm", unmittelbar gegenüber den Unionsbürgern zur Rechtsangleichung durch Rechtsetzung ermächtigen würde. Die Vorschrift zählt vielmehr zunächst einmal nur die für die Erreichung der Ziele der Gemeinschaft vorgesehenen Mittel auf und faßt zugleich damit die materiellen Vertragsregelungen zusammen, die in den folgenden Vertragskapiteln enthalten sind<sup>32</sup>. Der in Art. 3 EGV enthaltene Aufgabenkatalog hat freilich noch eine weitere, rechtliche Bedeutung: Die in den Einzelvorschriften des Vertrages enthaltenen Regelungen sind ihrerseits anhand der Aufgabenbestimmungen und auch der Begrenzungen des Art. 3 EGV auszulegen und anzuwenden<sup>33</sup>. Dies ist unter anderem auch für die Rechtsangleichung bedeutsam, weil Art. 3 h EGV eine Rechtsangleichung ausdrücklich nur vorsieht, "soweit dies für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes erforderlich ist". In der Literatur besteht allerdings Streit über die Bedeutung dieser Einschränkung für die Rechtsangleichung gemäß Art. 100 EGV<sup>34</sup>. Dem ist hier nicht nachzugehen, da der Vertrag für die Rechtsangleichung im Bereich des Gesellschaftsrechts eine spezielle Kompetenznorm<sup>35</sup>, nämlich Art. 54 Abs. 3 g) EGV, enthält, eine Vorschrift, die eine dem Art. 3 EGV entsprechende Beschränkung auf "erforderliche Maßnahmen" ausdrücklich vorsieht.

Nach Art. 54 Abs. 3 g) EGV erfüllen der Rat und die Kommission "die Aufgaben, die ihnen auf Grund der obigen Bestimmungen übertragen sind, indem sie insbesondere ... soweit erforderlich die Schutzbestimmungen koordinieren, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 (also insbesondere auch den Akti-

engesellschaften, d.V.) im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten". Eine erste Schwierigkeit besteht hier schon darin, daß diese Kompetenznorm im Kapitel über das Niederlassungsrecht enthalten ist, und Art. 54 Absatz 3 EGV überdies noch ausdrücklich auf die Aufgaben, "die Rat und Kommission nach den obigen Bestimmungen übertragen sind", Bezug nimmt. In der älteren Literatur ist hierüber eingehend diskutiert worden; auf das Ergebnis der Debatte darf an dieser Stelle verwiesen werden<sup>36</sup>: Einerseits liegt auf der Hand, daß gesellschaftsrechtliche Schutzbestimmungen im Sinne des Art. 54 Absatz 3 g) EGV nicht nur für das Niederlassungsrecht im Sinne der Artt. 53 ff. EGV, sondern ebenso für einen ungestörten Waren- oder Kapitalverkehr von Bedeutung sein können. Andererseits darf und kann freilich die Kompetenznorm des Art. 54 Abs. 3 g) EGV ebensowenig aus dem Zusammenhang, in den diese Vorschrift nun einmal gestellt worden ist, insbesondere mit der Verfahrensregelung des Art. 54 Abs. 2 EGV, herausgelöst werden. Diese Überlegungen sprechen für eine vermittelnde Auffassung und damit für die ständige Praxis von Rat und Kommission, die "zwar anerkennt, daß die Koordinierung nach Art. 54 Abs. 3 g) EGV Zwecke erfüllt, die sich nicht in der Niederlassungsfreiheit erschöpfen, daß sie jedoch in erster Linie dieser dient und daß sie deshalb im Rahmen dieses Kapitels und nach der Verfahrensbestimmung des Artikels 54 Absatz 2 zu verwirklichen ist"<sup>37</sup>. Materiellrechtlich betrachtet wird damit freilich Art. 54 Abs. 3 g) EGV über den Bereich der Niederlassungsfreiheit hinaus dem allgemeinen Ziel des Art. 3 h) EGV, das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes zu fördern, untergeordnet. Die Beschränkung auf die hierzu "erforderlichen" Rechtsangleichungsmaßnahmen wird dabei wegen des weitgespannten Ziels der Rechtsangleichung praktisch bisher kaum als wirksame Einschränkung der Handlungsbefugnisse der Gemeinschaftsorgane beachtet. Um so bedeutsamer ist daher das jetzt in Art. 3 b) verankerte Prinzip der Subsidiarität des Gemeinschaftshandelns; darauf ist noch zurückzukommen.

Die Einheitliche Europäische Akte vom 1. Juli 1987<sup>38</sup> hat mit Art. 100 a EGV eine weitere Harmonisierungsvorschrift in den EG-Vertrag eingefügt. Danach erläßt der Rat "die Maßnahmen zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten, welche die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarktes zum Gegenstand haben". Allerdings steht diese Ermächtigung unter dem Vorbehalt, daß "in diesem Vertrag nichts anderes bestimmt ist" (Art. 100 a Abs. 1 S. 1 EGV), und dies ist jedenfalls für den von Art. 54 Abs. 3 g) EGV erfaßten Bereich der Fall<sup>39</sup>. Davon abgesehen würde ein Vorgehen nach Art. 100 a EGV auch in praktischer Hinsicht für den Bereich des Gesellschaftsrechts keine Erleichterung bedeuten, da die Harmonisierung hier - anders als nach Art. 100 EGV - ebenfalls durch mit qualifizierter Ratsmehrheit beschlossene Richtlinien erfolgen kann<sup>40</sup>.

#### b) Kapitalmarktrecht

Die Kommission hat ihren Richtlinienvorschlag zu den Übernahmeangeboten "insbesondere auf Artikel 54" des EG-Vertrages gestützt<sup>41</sup>, also als vorrangig gesellschaftsrechtliche Regelung behandelt. Dies ist keineswegs selbstverständlich<sup>42</sup>, wenn man sich den Inhalt der Richtlinie in Erinnerung ruft: Dabei geht es zum einen zwar um den Schutz der "außenstehenden" Aktionäre in Fällen, in denen ein Erwerber eine kontrollierende Beteiligung an der Zielgesellschaft erwirbt. Es geht also um ein Schutzzanliegen, das zum Kernbereich des Gesellschaftsrechts einschließlich des Konzernrechts gehört. Zum anderen unternimmt es der Richtlinienentwurf aber auch, den Markt für den Handel mit Anteilen an einer Publikumsgesellschaft zu regulieren, wenn ein öffentliches

Übernahmeangebot erfolgt. Diese Regulierung greift zwar ihrerseits auch in die innergesellschaftlichen Beziehungen ein, z. B. legt sie die Pflichten der Verwaltung fest; es ist unter Umständen eine Hauptversammlung erforderlich<sup>43</sup>, u. a. m. Ebenso ist richtig, daß die Bekämpfung von Kollektivhandlungsproblemen der Anleger zu den klassischen Aufgaben des Aktienrechts gehört. Aber Ansatzpunkt und Zielrichtung weisen doch, so läßt sich argumentieren, über das Gesellschaftsrecht hinaus, da die hier in Frage stehende Regulierung das Verhältnis von Erwerber und Verkäufern von handelbaren Anteilen betrifft, eine "kapitalmarktrechtliche" Frage also<sup>44</sup>, die näher beim Börsenrecht als beim Gesellschaftsrecht angesiedelt sei.

Diese Frage hatte gewiß eine praktische Spitze, solange - nämlich vor dem Erlaß der Einheitlichen Europäischen Akte - als Grundlage für eine Harmonisierung in diesem Bereich lediglich Art. 100 EGV zur Verfügung stand, der, anders als Art. 54 Abs. 3 EGV, Einstimmigkeit vorsieht. Nun mögen Mehrheitsbeschlüsse zu den eher selten eingesetzten Maßnahmen der Rechtsharmonisierung gehören. Dennoch vermag bereits die Möglichkeit eines Mehrheitsbeschlusses einen gewissen Zustimmungsdruck zu erzeugen. Der Kommission mag also bisher durchaus an einer erweiternden Auslegung des Art. 54 zu Lasten des Art. 100 EGV gelegen gewesen sein. Wie dem auch sei, jedenfalls ist dieser Unterschied mit Einführung des Art. 100 a EGV durch die Einheitliche Europäische Akte eingeebnet worden, da Art. 100 a EGV ebenfalls Mehrheitsbeschlüsse zuläßt. Die in Art. 100 a Abs. 2 - 5 vorgesehenen Einschränkungen der Harmonisierung dürften in dem uns hier interessierenden Bereich keine große Rolle spielen. Überdies ist darauf hinzuweisen, daß Art. 54 Abs. 3 g) EGV gerade nicht von einer Harmonisierung des "Gesellschaftsrechts" im Sinne eines vorgefundenen festumrissenen Begriffes spricht, sondern von einer Koordination "der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften ... im Interesse der Gesellschafter vorgeschrieben sind". Normadressaten solcher "Schutzbestimmungen" sind zweifellos nicht nur Gesellschaften; der Anwendungsbereich des Art. 54 Abs. 3 g) darf also nicht schon aus diesem Grund über Gebühr eingeschränkt werden. Nach allem wird man bei einer am Sinn und Zweck des Art. 54 Abs. 3 g) EGV orientierten Auslegung dieser Vorschrift doch wohl mit der Kommission auch die Regulierung öffentlicher Übernahmeangebote hierunter fassen können. Auf eine sog. "kombinierte Handlungsermächtigung" braucht dann nicht zurückgegriffen zu werden<sup>45</sup>.

## 2. Zur Bedeutung des Subsidiaritätsprinzips

### a) Allgemeines

Weithin noch ungesicherten Boden betritt man dagegen mit der Frage, welche Bedeutung dem durch den Maastricht-Vertrag in den EG-Vertrag eingefügten "Subsidiaritätsprinzip" für die Rechtsangleichung zukommt.<sup>46</sup>

Nach Artikel B im I. Titel des Vertrages über die Europäische Union ("Maastricht-Vertrag"<sup>47</sup>) werden "die Ziele der Union ... nach Maßgabe dieses Vertrages entsprechend den darin enthaltenen Bedingungen und der darin vorgesehenen Zeitfolge unter Beachtung des Subsidiaritätsprinzips, wie es in Artikel 3 b des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft bestimmt ist, verwirklicht". Artikel 3 b Absatz 2 EGV sieht folgendes vor: "In den Bereichen, die nicht in ihre ausschließliche Zuständigkeit fallen, wird die Gemeinschaft nach dem Subsidiaritätsprinzip nur tätig, sofern und soweit die Ziele der in Betracht gezogenen Maßnahmen auf Ebene der Mitgliedstaaten nicht ausreichend erreicht werden können und daher wegen ihres Umfangs oder ihrer

Wirkungen besser auf Gemeinschaftsebene erreicht werden können." Art. 3 b Abs. 3 EGV fügt dem hinzu, daß die Maßnahmen der Gemeinschaft nicht über das für die Erreichung der Ziele dieses Vertrages erforderliche Maß hinausgehen dürfen.

Hier stellt sich eine Reihe von Fragen: Hat diese Bestimmung überhaupt Bedeutung für die Rechtsangleichung? Genauer, ist die Rechtsangleichung nicht von vornherein der Anwendung des "Subsidiaritätsprinzips" deswegen entzogen, weil es sich bei der Harmonisierung des Rechts notwendig um einen Bereich handelt, der in die ausschließliche Zuständigkeit der Gemeinschaft fällt? Falls dies zu verneinen ist: Welche rechtliche Bedeutung kommt dem Subsidiaritätsprinzip bei Angleichungsmaßnahmen zu? Handelt es sich lediglich um einen Programmsatz oder um eine echte Beschränkung der Rechtsetzungsbefugnisse der Gemeinschaftsorgane? Und wie ist der Inhalt dieses Prinzips zu bestimmen; geht es inhaltlich über die Schranke des Art. 3 h EGV hinaus, wonach Rechtsangleichungsmaßnahmen nur erfolgen dürfen, soweit dies für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes erforderlich ist?

Der in Art. 3 b Abs. 2 EGV verankerte Grundsatz der "Subsidiarität" bezieht sich nicht auf das Verhältnis verschiedener Normen oder Normengruppen zueinander<sup>48</sup>, sondern betrifft die Aufgabenverteilung mehrerer, auf verschiedenen Ebenen angesiedelter Träger öffentlicher Gewalt<sup>49</sup>. Allgemein formuliert, soll nach dem Subsidiaritätsprinzip die größere Einheit keine Aufgaben übernehmen, die die kleinere Einheit zufriedenstellend, "bürgernah" und sachgerecht erfüllen kann<sup>50</sup>. Maßnahmen seitens der größeren Einheit sind danach nicht nur darauf zu befragen, ob sie im Hinblick auf das angestrebte Ziel sachlich geeignet und erforderlich sind, sondern auch darauf, ob die Aufgabe auf einer unteren Ebene, vielleicht in anderer Weise, ebenfalls hätte erreicht werden können.

#### b) Harmonisierung und ausschließliche Zuständigkeit

Als Kompetenzregel hat das Subsidiaritätsprinzip, wie Art. 3 b Abs. 2 EGV ausdrücklich hervorhebt, keine Bedeutung für die der Gemeinschaft im Vertrag ausschließlich zugewiesenen Zuständigkeiten. Dies gilt z. B. für den Bereich der gemeinsamen Handelspolitik und die Fischereipolitik der Union<sup>51</sup>. Die Kommission will offenbar auch, wie ihren neuesten, bislang allerdings nicht näher präzisierten knappen Äußerungen zu entnehmen ist, ohne weiteres auch "den Binnenmarkt"<sup>52</sup>, die "Maßnahmen zur Umsetzung der vier Freiheiten"<sup>53</sup> sowie "den Wettbewerb"<sup>54</sup> hierher rechnen, räumt freilich dabei zugleich ein, daß die Grenzen zum Gebiet der konkurrierenden Zuständigkeit fließend seien<sup>55</sup>. Welchem Bereich ist die Rechtsangleichung, z. B. im Gesellschaftsrecht, zuzurechnen?<sup>56</sup> Hält man sich die allgemeine Zielsetzung auch der Rechtsangleichung im Gesellschaftsrecht vor Augen, nämlich die Errichtung und das Funktionieren eines Gemeinsamen Marktes mit der Möglichkeit, die Grundfreiheiten zu verwirklichen, dann könnte man in der Tat dazu neigen, die ausschließliche Zuständigkeit der Gemeinschaft hierfür zu bejahen. Der Gemeinsame Markt oder der Binnenmarkt und ebenso die für das Verhalten der Marktteilnehmer maßgebenden Regeln seien überhaupt nur, so könnte man argumentieren, durch Akte der Gemeinschaft einzuführen<sup>57</sup>. Kommission und Rat haben dies - jedenfalls ausweislich der veröffentlichten Verlautbarungen - bisher freilich immer anders gesehen. Der Europäische Rat von Lissabon hat (im Juni 1992) die Kommission aufgefordert, im Hinblick auf die Sitzung des Europäischen Rates in Edinburgh im Dezember 1992 einen Bericht über die praktischen Maßnahmen zur Verwirklichung des Subsidiaritätsprinzips zu erstellen<sup>58</sup>. Der Präsident der Kommission hat dann dem Europäischen Rat von Edinburgh eine Liste der von der Kommission im Lichte des Sub-

subsidiaritätsprinzips vorgenommenen Überprüfung bestehender und vorgeschlagener Rechtsvorschriften zugeleitet<sup>59</sup>. In diesem Bericht führt die Kommission aus, daß sie die bisher vorgelegten Vorschläge, u. a. auch den Entwurf der Übernahmerichtlinie, unter dem Blickwinkel des Subsidiaritätsprinzips überprüft habe und zu der Auffassung gelangt sei, daß er eine zu detaillierte Regelung enthalte<sup>60</sup>. Auch in den Leitlinien des Rates für die Anwendung des Subsidiaritätskonzeptes geht dieser ausdrücklich davon aus, daß das Subsidiaritätsprinzip auch für Maßnahmen der Rechtsangleichung gilt<sup>61</sup>. Im neuesten Bericht der Kommission über die Anwendung des Subsidiaritätsprinzips (im Jahre 1994) wird wiederum erwähnt, der Vorschlag einer 13. Richtlinie auf dem Gebiete des Gesellschaftsrechts werde entsprechend dem in Art. 3 b EGV verankerten Subsidiaritätsprinzip überarbeitet<sup>62</sup>.

In der Tat will das Argument, die Schaffung und das Funktionieren eines Gemeinsamen Marktes und die Verwirklichung der Grundfreiheiten sei ausschließlich auf Gemeinschaftsebene durchzuführen, nicht einleuchten. Auch in diesem Bereich kann, ohne daß die mit der Rechtsangleichung angestrebten Ziele in Frage gestellt würden, gefragt werden, ob die jeweiligen Ziele der vorgeschlagenen Maßnahmen auf der Ebene der Mitgliedstaaten durch deren Tätigwerden nicht ausreichend zu verwirklichen sind, und daher wegen ihres Umfangs oder ihrer Wirkungen wegen besser auf Gemeinschaftsebene erreicht werden können. So mag sich eine Rechtsangleichung als Folge der Marktkräfte und im Wettbewerb der Regelsysteme<sup>63</sup> von selbst ergeben. Das Subsidiaritätsprinzip erfordert dann eine Stellungnahme dazu, weshalb hierauf nicht vertraut werden kann, weshalb im Einzelfall die Vorteile einer sofortigen einheitlichen Regelung die Nachteile eines Verzichts auf diesen Wettbewerb überwiegen sollen. Dies umfaßt gemäß Art. 3 b Abs. 3 EGV auch eine Begründung dafür, weshalb innerhalb des zur Verfügung stehenden Maßnahmenkatalogs nicht eine weniger belastende Maßnahme ergriffen worden ist, also etwa eine Antwort auf die Frage, ob das Ziel der Rechtsangleichung auch durch eine weniger "dichte" Regelung oder durch eine befristete Empfehlung (Art. 189 EGV) anstelle einer verbindlichen Richtlinie hätte erreicht werden können<sup>64</sup>.

#### c) Inhalt und Bedeutung für die Rechtsangleichung

Welche rechtliche Bedeutung kommt dem Subsidiaritätsprinzip für den Rechtsangleichungsprozeß zu? Zunächst einmal richtet sich dieses Prinzip an die Organe der Union, die seine Beachtung im Rahmen der dem jeweiligen Organ zugewiesenen Aufgaben im Rechtsetzungsprozeß zu bedenken und zu befolgen haben<sup>65</sup>. Die Begründungspflicht für Rechtsakte gemäß Art. 190 EGV dürfte sich auch auf die Beachtung des Subsidiaritätsprinzips erstrecken<sup>66</sup>. In welchem Umfang ferner hierzu auch die Gültigkeitsprüfung von Rechtsakten der Gemeinschaft durch den EuGH betroffen sein wird, mag hier auf sich beruhen<sup>67</sup>.

Es bleibt die Frage, wie das Subsidiaritätsprinzip inhaltlich zu bestimmen ist. Seine Bedeutung erschließt sich nur aus dem Zusammenhang mit dem "Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung" des Art. 3 b Abs. 1 EGV und dem in Art. 3 b Abs. 3 EGV niedergelegten Gebot des schonendsten Mittels. Alle drei Grundsätze können zwar als Ausprägungen des Gebots verstanden werden, jede Ausübung der Befugnisse durch die Organe der Gemeinschaft einer "Erforderlichkeitsprüfung" zu unterwerfen. Diese Prüfung bezieht sich aber auf verschiedene Fragen, die kurz gefaßt wie folgt formuliert werden können:

- Darf die Gemeinschaft tätig werden, handelt es sich um eine Gemeinschaftsaufgabe?
- Sollen die Gemeinschaftsorgane oder allein die Mitgliedstaaten tätig werden? und
- In welchem Maße und auf welche Weise soll die Gemeinschaft tätig werden?

Die erste der drei Fragen wird durch Art. 3 b Abs. 1 EGV beantwortet. Diese Vorschrift besagt, daß die Gemeinschaftsorgane nur innerhalb der ihnen im Vertrag zugewiesenen Befugnisse und vorgegebenen Ziele tätig werden dürfen. Diese allgemeine Handlungsermächtigung und zugleich -begrenzung wird ausgefüllt durch die speziellen Vorschriften, die den Gemeinschaftsorganen die Ziele im einzelnen vorgeben und ihnen die notwendigen Befugnisse verleihen. Dabei richten diese speziellen Kompetenznormen ihrerseits, wie schon erwähnt, die Handlungsbefugnisse der Gemeinschaftsorgane daran aus, ob die jeweilige Maßnahme "erforderlich" ist zur Verwirklichung der Vertragsziele<sup>68</sup>. Ist schon dies nicht der Fall, so ist eine Zuständigkeit der Gemeinschaft von vornherein nicht begründet. Mit dem in Art. 3 b Abs. 2 EGV niedergelegten Vorrang der Mitgliedstaaten hat dies nicht zu tun. Anders formuliert: Der durch das Subsidiaritätsprinzip in Art. 3 b Abs. 2 EGV verankerte Vorrang der Mitgliedstaaten hat Bedeutung gerade dort (und nur dort), wo an sich, nach Art. 3 b Abs. 1 EGV in Verbindung mit einer speziellen Handlungsermächtigung, eine (freilich keine ausschließliche) Zuständigkeit der Gemeinschaft besteht. Obwohl in diesem Fall die Zuständigkeit der Gemeinschaft nach dem Vertrag an sich gegeben ist, den Gemeinschaftsorganen spezielle Handlungsbefugnisse zur Verwirklichung der Vertragsziele verliehen sind, soll nach Art. 3 b Abs. 2 EGV zusätzlich gefragt werden, ob die Union oder nicht eher die Mitgliedstaaten tätig werden sollen. Nach dem Subsidiaritätsgrundsatz des Art. 3 b Abs. 2 EGV bleiben grundsätzlich die Mitgliedstaaten zuständig. Nur unter zwei Voraussetzungen kommt nach Art. 3 b Abs. 2 EGV ein Tätigwerden der Gemeinschaft in Betracht:

- die jeweiligen Ziele der vorgeschlagenen Maßnahme können auf der Ebene der Mitgliedstaaten nicht ausreichend verwirklicht werden ("Notwendigkeitstest") und
- sie können daher wegen ihres Umfangs oder ihrer Wirkungen besser auf Gemeinschaftsebene erreicht werden ("gemeinschaftlicher Mehrwert"; "Effizienztest")<sup>69</sup>.

Zum Beispiel kann also der Rat nicht schon dann eine Richtlinie erlassen, wenn einzelstaatliche Regelungen bisher nicht vorhanden sind oder den tatsächlichen Bedürfnissen nicht ausreichend Rechnung tragen.

Der Europäische Rat von Edinburgh hat Leitlinien beschlossen, die Anhaltspunkte dafür geben sollen, wann die Voraussetzungen des Art. 3 b Abs. 2 EGV erfüllt sein können<sup>70</sup>.

Danach sind bei der Prüfung, ob die Gemeinschaft tätig werden soll, folgende Gesichtspunkte zu beachten:

- Die zur Prüfung vorliegende Frage hat transnationale Aspekte, die durch Maßnahmen der Mitgliedstaaten nicht zufriedenstellend geregelt werden können, und/oder
- Maßnahmen der Mitgliedstaaten allein oder das Fehlen gemeinschaftlicher Maßnahmen würden zu den Erfordernissen des Vertrages im Widerspruch stehen (beispielsweise zu dem Erfordernis, Wettbewerbsverzerrungen zu beheben oder verschleierte Handelsbeschränkungen zu vermeiden oder den wirtschaftlichen und

sozialen Zusammenhalt zu stärken) oder in anderer Weise die Interessen der Mitgliedstaaten erheblich beeinträchtigen, und/oder

- dem Rat muß der Nachweis erbracht werden, daß Maßnahmen der Gemeinschaftsebene aufgrund ihrer Größenordnung oder ihrer Auswirkungen im Verhältnis zu einem Tätigwerden auf der Ebene der Mitgliedstaaten deutliche Vorteile bringen würden.

Diese Leitlinien mögen keine erschöpfende Aufzählung der Gründe bieten, die unter den gegebenen Umständen ein Tätigwerden der Gemeinschaft zu rechtfertigen vermögen. Sie stellen aber jedenfalls eine begrüßenswerte Aufstellung von Gesichtspunkten dar, bei deren Fehlen im Einzelfall ein Tätigwerden der Gemeinschaft einer besonderen Rechtfertigung bedarf.

Im folgenden soll nun versucht werden, die vorgeschlagene Regelung der Unternehmensübernahmen im Lichte der vorgestellten Prinzipien zu überprüfen.

#### IV. Harmonisierungsbedarf im Takeover-Recht?

Es liegt nahe, die Gründe für den Harmonisierungsbedarf durch Gemeinschaftsrecht in der Begründung, genauer, in den dem Richtlinienentwurf vorangestellten allgemeinen Erwägungen zu suchen. Zu dieser Frage findet sich in dem bisher vorliegenden Richtlinienentwurf freilich nur ein einziger Satz, nämlich die Behauptung, "gewisse Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den (Aktiengesellschaften) im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, bedürf(t)en der Koordinierung, um sie gleichwertig zu gestalten". Dies ist nicht mehr und nicht weniger als eine Wiederholung des Wortlauts des Art. 54 Abs. 3 g) EGV. Hier wird die Prüfungs- und Begründungspflicht, die Art. 3 b Abs. 2 EGV den Gemeinschaftsorganen, insbesondere der Kommission, auferlegt, künftig eher Aufschlüsse über die Motive der Rechtsangleichung bieten.

Machen wir uns also selbst an die Aufgabe, anhand der oben erwähnten Leitlinien den Harmonisierungsbedarf durch Gemeinschaftsrecht zu ermitteln.

#### 1. Transnationale Aspekte

Eine Harmonisierung durch Gemeinschaftsrecht kommt in Betracht, wenn die zu regelnde Materie transnationale Aspekte aufweist, die durch Maßnahmen der Mitgliedstaaten nicht zufriedenstellend geregelt werden können<sup>71</sup>.

##### a) Abschottung nationaler Märkte

Unternehmensübernahmen "über die Grenze" gehören in Europa heute zum alltäglichen Geschehen. Hierher rechnen nicht nur der Erwerb kontrollierender Beteiligungen, sondern zunehmend auch Übernahmen im Wege öffentlicher Übernahmeangebote. Die Stichworte Benedetti - Société Générale und Nestlé - Rowntree mögen hier als Beleg genügen. Freilich scheitern solche transnationalen Übernahmen auch, was aber keineswegs ausschließlich damit zusammenhängen muß, daß strukturelle Besonderheiten einzelner Rechtsordnungen unerwünschte Übernahmen von außen kaum zulassen und den heimischen Markt weitgehend abschotten<sup>72</sup>.

Nicht selten wird letzteres beklagt und damit als Argument für eine Harmonisierung verwendet, da anders die Herstellung eines wirklichen Gemeinsamen Marktes oder Binnenmarktes mit Freiheit der Niederlassung und freiem Kapitalverkehr nicht herzustellen sei<sup>73</sup>; die Unternehmen m u ten im Gemeinsamen Markt ein "level playing field" vorfinden<sup>74</sup>.

Dagegen ist freilich einzuwenden, daß es mit den bisher vorgesehenen Vorkehrungen der 13. Richtlinie kaum gelingen dürfte, voneinander abgeschottete nationale Märkte in größerem Umfang für ausländische Investitionen und Übernahmen zu öffnen. Es ist bereits häufig beschrieben worden, daß und warum etwa deutsche Aktiengesellschaften Hindernisse für feindliche Übernahmen bieten<sup>75</sup>. Die Umsetzung des Richtlinienentwurfs würde weder etwas an diesen strukturellen Übernahmehindernissen (Stichworte: Aufsichtsratssystem und Mitbestimmung) ändern noch an den institutionellen Gegebenheiten (Stichworte: Depotstimmrecht und Beteiligungsstruktur) noch an den bekannten speziellen Vorkehrungen gegen unerwünschte Übernahmen (Stichworte: Stimmrechtsbeschränkungen, Vorschaltgesellschaften). Wenn mit dem Richtlinienentwurf u. a. beabsichtigt wäre, derartige Übernahmehindernisse zu beseitigen und damit Schranken im Gemeinsamen Markt abzubauen, dann wären darin nicht die hierzu erforderlichen Maßnahmen enthalten<sup>76</sup>.

#### b) Anlegerschutz bei transnationalen Übernahmen

Ein weiteres Argument in diesem Zusammenhang lautet, daß Kapitalanleger sichergehen können sollten, daß in den Mitgliedstaaten etwa der gleiche Standard des Schutzes ihrer Rechte verwirklicht sei<sup>77</sup>. Dieses Argument hat zwei Aspekte, nämlich, erstens, den Schutz der Aktionäre einer (heimischen) Gesellschaft im Falle der Übernahme oder eines Übernahmeangebots durch einen ausländischen Erwerber und, zweitens, die Frage des einheitlichen oder vergleichbaren Standards der Anlegerschutzmechanismen in den Gesellschaftsrechten der Union.

Der Schutz der Aktionäre einer (heimischen) Gesellschaft im Falle einer transnationalen Übernahme ist ohne weiteres von dem - nach dem jeweiligen Kollisionsrecht anwendbaren - Sachrecht zu gewährleisten. Hierzu bedarf es keiner europaweiten Regulierung durch gemeinschaftsrechtliche Vorgaben. So könnte das deutsche Aktienrecht selbstverständlich nicht nur für inländische, sondern auch für ausländische Erwerber einer kontrollierenden Beteiligung an einer deutschen Zielgesellschaft eine Pflicht zu einem Übernahmeangebot festlegen und die Verletzung dieser Pflicht entsprechend sanktionieren, z. B. mit dem Wegfall von Stimmrechten. Anlegerschutzlücken ergeben sich hier nur, wenn eine Regulierung, wie dies der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission vom Juli dieses Jahres tut, nicht auch die ausländischen, nicht an einer deutschen Börse notierten Bieter erfaßt, weil einem freiwilligen Verhaltenskodex insofern keine Sanktionsmöglichkeiten zu Gebote stehen.

Der in unserem Zusammenhang wichtigere Aspekt des Anlegerschutzes bei transnationalen Übernahmen betrifft die Forderung eines einheitlichen oder vergleichbaren Standards der Anlegerschutzmechanismen in den Gesellschaftsrechten der Union. Gegen eine solche Forderung läßt sich nicht schon einwenden, daß Kapitalanleger verschiedene Standards von Gesellschaftsrechtsordnungen erkennen und dementsprechend ihre Kauf- und Zahlungsbereitschaft anpassen werden. Dies läßt sich wohl nur für vollkommene Kapitalmärkte vertreten, also unter der hier unrealistischen Annahme, daß z. B. ein englischer Anleger darüber informiert ist, daß ihm im Fall des Kontrollwechsels in einer deutschen Gesellschaft, in welcher er investiert hat, abweichend vom englischen Recht kein Übernahmeangebot unterbreitet werden wird. Da wir es also mit unvollkommenen Märkten zu tun haben, sind in der Tat ausgleichende Regulierungen in Betracht zu ziehen.

Nur stellen sich dann weitere Fragen, die der Beantwortung bedürfen, ehe eine europaweite Harmonisierung in Betracht gezogen werden darf:

- Haben wir es tatsächlich mit derart unterschiedlichen Schutzstandards zu tun, daß dadurch die Anlagebereitschaft ausländischer Investoren beeinträchtigt wird, und
- läßt sich dieses Defizit nicht durch Maßnahmen der Mitgliedstaaten zufriedenstellend regeln, muß die Gemeinschaft handeln?

Hinsichtlich der ersten Frage nach den unterschiedlichen Schutzstandards ist deutlich zwischen der Regulierung öffentlicher Übernahmeangebote einerseits und dem Anlegerschutz bei Kontrollwechsel andererseits zu unterscheiden. Dabei können an dieser Stelle Antworten nur in bezug auf die Rechtslage in Deutschland gegeben werden; auf Studien für andere Länder, insbesondere auf vergleichende Studien, kann hier nur verwiesen werden<sup>78</sup>.

Zunächst einmal dürfte nicht ernsthaft streitig sein, daß die bisher in Deutschland geltenden Leitsätze für Übernahmeangebote erhebliche Defizite aufweisen, dies nicht nur in ihren Details, sondern vor allem auch hinsichtlich ihrer Durchsetzbarkeit. Dies gilt leider auch für den neuen Entwurf der BSK vom Juli diesen Jahres<sup>79</sup>. Allerdings ist an dieser Stelle daran zu erinnern, daß diese Leitsätze praktisch, wegen der geringen Bedeutung öffentlicher Übernahmeangebote, ohnedies keine Rolle spielen. Der vergleichsweise, wenn man so will, dürftige Schutzstandard des deutschen Rechts im Fall öffentlicher Übernahmeangebote kann sich deshalb auch kaum negativ auf die Anlage- und Zahlungsbereitschaft ausländischer Investoren auswirken. Eine Regulierung seitens der Gemeinschaft müßte daher entweder bei den erwähnten Übernahmehindernissen selbst ansetzen oder aber mit Schutzdefiziten in ausländischen Märkten argumentieren, in denen öffentliche Übernahmeangebote tatsächlich eine praktisch erhebliche Rolle spielen, und eine nationale Regelung nicht ausreicht oder nicht abgewartet werden kann.

Im Ausgangspunkt anders liegen die Dinge dagegen, was den Anlegerschutz bei Kontrollwechsel angeht; ohne Zweifel kommt dem praktisch erhebliche Bedeutung zu. Das deutsche Recht setzt in diesen Fällen bekanntlich auf den ex post-Schutz, vor allem durch die Regeln des Konzernrechts. Art. 4 des Richtlinienentwurfs folgt dagegen dem britischen Vorbild und sieht einen praeventiven Schutz der Anleger vor<sup>80</sup>. Für beide Ansätze lassen sich gewichtige Argumente anführen; die ökonomische Debatte über die Vorzüge und Nachteile einer "Marktregel" (Deutschland, USA) im Vergleich zu einer "Gleichbehandlungsregel" (Großbritannien; Richtlinienentwurf) ist noch nicht abgeschlossen<sup>81</sup>. Es mag sogar zutreffen, daß die Übernahmepflicht des Richtlinienentwurfs der Marktregel des deutschen Rechts mit ex-post Schutz der außenstehenden Aktionäre überlegen ist, und daß eine Ergänzung des deutschen Rechts insoweit zu befürworten wäre. Es läßt sich aber nicht, jedenfalls nicht nachprüfbar, dartun, daß die Schutzstandards der verschiedenen Mitgliedstaaten wegen des Fehlens einer Gesamtübernahmepflicht in einzelnen Staaten derart voneinander abweichen, daß dadurch die transnationale Anlagebereitschaft beeinträchtigt wird. Ein Grund für die Gemeinschaft, die eine oder andere Regel oder eine Kombination beider vorzuschreiben, ist bisher seitens der Gemeinschaftsorgane nicht nachvollziehbar und nachprüfbar dargelegt.

Dies gilt auch für die weiteren vom Rat hervorgehobenen allgemeinen Gesichtspunkte, die für eine Harmonisierung durch Gemeinschaftsrecht sprechen könnten: Es fehlt bisher

an einer überzeugenden Begründung dafür, daß die deutsche Regulierung oder aber das Fehlen einer einheitlichen Regel zu den Erfordernissen des EG-Vertrages im Widerspruch steht, oder daß dadurch in anderer Weise die Interessen der Mitgliedstaaten erheblich beeinträchtigt sind. Es ist auch bisher nicht der Nachweis erbracht, daß Maßnahmen der Gemeinschaftsebene aufgrund ihrer Größenordnung oder ihrer Auswirkungen im Verhältnis zu einem Tätigwerden auf der Ebene der Mitgliedstaaten deutliche Vorteile bringen würden. Sowohl der "Notwendigkeitstest" als auch der "Effizienztest" sind noch nachzuholen; die Darlegungs- und Begründungslast liegt insoweit bei den Gemeinschaftsorganen.

## 2. Wettbewerb von Regelsystemen

Die hier nur an einem Einzelbeispiel, dem Entwurf der Richtlinie über Übernahmeangebote, angestellten Überlegungen zur Rechtsangleichung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht bedürfen freilich weiterer Vertiefung; die Erwägungen zur Rechtsvereinheitlichung "von oben" statt dezentraler Rechtsentwicklung im Rahmen des Subsidiaritätsprinzips (Art. 3 b Abs. 2 EGV) bedürfen weiterer wissenschaftlicher Ergänzung. Einen wesentlichen Beitrag hierzu hat die Studie von *Richard Buxbaum* und *Klaus Hopt* geleistet<sup>82</sup>; seither sind weitere Arbeiten hierzu und zum Thema des "Wettbewerbs der Regelsysteme" erschienen<sup>83</sup>. Soweit ein solcher Wettbewerb besteht oder organisiert werden kann, spricht alles dagegen, die Vorteile eines solchen Wettbewerbs durch eine zentrale Regulierung aufzugeben. Eine zentrale Regulierung zerstört die Chance, daß sich im Wettbewerb und damit auch im Lernen voneinander bessere Alternativen herausbilden können<sup>84</sup>. Harmonisierung des Rechts darf nicht um den Preis seiner Versteinerung erkaufte werden.

## V. Ausblick

Bereits oben wurde angedeutet, daß der gegenwärtige Richtlinienentwurf wohl keine Aussicht hat, in dieser Form in eine endgültige Richtlinie einzumünden. Die Gründe hierfür liegen im anhaltenden Widerstand einzelner Mitgliedstaaten und dem inzwischen, durch die Diskussion und die Einfügung des Subsidiaritätsprinzips in den Vertrag, veränderten Umfeld. Dies besagt nicht, daß das Vorhaben der Kommission notwendig völlig fallengelassen werden müßte. Eine Empfehlung an die Mitgliedstaaten etwa, bis zu einem bestimmten Zeitpunkt für öffentliche Übernahmeangebote eine zufriedenstellende, in ihren Grundzügen in der Empfehlung zu skizzierende Regelung einzuführen, würde dem Subsidiaritätsprinzip besser gerecht werden als der derzeit vorliegende Entwurf einer verbindlichen Richtlinie. Davon, ein Zwangsübernahmeangebot auch im Falle des privaten Kontrollerwerbs verbindlich vorzuschreiben, sollte die Gemeinschaft ganz absehen, wenn es ihr nicht gelingt, den oben erwähnten "Notwendigkeitstest" und den "Effizienztest" nachvollziehbar nachzuholen.

Vorhaben der Gemeinschaft bedeuten nicht, daß die Mitgliedstaaten aufgrund ihrer Verpflichtung zu gemeinschaftsfreundlichem Verhalten ein Stillhaltegebot ("standstill") in ihrer Gesetzgebung zu beachten hätten<sup>85</sup>. Anfang dieses Jahres hat die SPD-Bundestagsfraktion einen Entwurf zur Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes eingebracht, der im wesentlichen den Bestimmungen des Richtlinienentwurfs der EG nachgebildet ist<sup>86</sup>. Hierüber und über den inzwischen von der Börsensachverständigenkommission beschlossenen Übernahmekodex<sup>87</sup> wird jetzt zu diskutieren sein.



---

\* Prof. Dr. jur., Universität Osnabrück. - Mit Anmerkungen versehener Vortrag. Abschluß des Manuskripts Jan. 1995. Bis zur Drucklegung erschienene Literatur ist in den Fußnoten berücksichtigt.

<sup>1</sup> Zur Entwicklung im einzelnen unter II.

<sup>2</sup> Geänderter Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote - KOM (90) 416 endg. - SYN 186 (ABl. EG vom 26.9.90, Nr. C 240/7).

<sup>3</sup> S. nur die Beschlußempfehlungen des Rechtsausschusses des Bundestages vom 8.3.1990, BT-Drucks. 11/6612 und vom 5.11.1991, BT-Drucks. 12/1465; zur Literatur HOMMELHOFF, FS für Semler, 1993, S. 455 ff. m.w.Nachw. S. 456 Fußn. 9.

<sup>4</sup> BAUMS/FRAUNE, Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, Die AG 1995, S. 97, 103.

<sup>5</sup> S. etwa IMMENGA/NOLL, Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbsspolitischer Sicht. (Herausgegeben von der Kommission der EG, Luxemburg 1990); neuestens dazu m. umfassenden Nachweisen SCHWARTZE, Europäische Regelungen für Unternehmensübernahmen - eine kapitalmarktorientierte Betrachtung -, in: OTT/SCHÄFER (Hrsg.), Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts, 1993, S. 264 ff.

<sup>6</sup> HAHN, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften. Eine juristisch-ökonomische Analyse, 1992; PRANTL, Konzernbildung, Konzernrecht und Minderheitenschutz in Deutschland - Eine ökonomische Analyse, 1994, S. 149 ff.; neuestens dazu BEBCHUK, The Quarterly Journal of Economics, 1994, S. 957 ff.; zur ratio des Art. 4 BAUMS, ZIP 1989, S. 1376 f.

<sup>7</sup> "Leitsätze für öffentliche Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten" vom Januar 1979, Abdruck bei BAUMBACH/DUDEN/HOPT, HGB, 29. Aufl. 1994, S. 1398 ff.; zur neuesten Empfehlung der BSK s. noch unten V.

<sup>8</sup> Orientierung hierüber bei LÜTTMANN, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften, 1992, S. 46 ff.

<sup>9</sup> Vgl. die Nachweise in Fn. 3.

<sup>10</sup> Eingehender zum folgenden REUL, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktioäre bei privaten Kontrolltransaktionen, 1991, S. 6 ff.

<sup>11</sup> Kom.-Dok. XI/56/74.

<sup>12</sup> Empfehlung der Kommission vom 25.7.1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen ABl. EG vom 22.8.1977, Nr. L 212/37.

<sup>13</sup> S. oben Fn. 7.

---

<sup>14</sup> "Vollendung des Binnenmarktes". Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat. Luxemburg 1985 S. 36.

<sup>15</sup> Richtlinie des Rates vom 12. Dezember 1988 (88/627/EWG), ABl. EG Nr. L 348/62.

<sup>16</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26. Juli 1994, BGBl. I, S. 1749 ff. (Art. 1 - Gesetz über den Wertpapierhandel - §§ 21 ff.).

<sup>17</sup> Kom. Dok. XV/63/87-DE.

<sup>18</sup> Kom. (88) 823-SYN 186 vom 16.2.1989, ABl. EG vom 14.3.1989 Nr. C 64; Abdruck bei LUTTER, Europäisches Unternehmensrecht, 3. Aufl. 1991, S. 313 ff.

<sup>19</sup> Geänderter Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote - KOM (90) 416 - endg. - SYN 186 - vom 10. Sept. 1990; Abdruck bei LUTTER (Fn. 18), S. 645 ff.

<sup>20</sup> S. Nachweise oben Fn. 3.

<sup>21</sup> Dazu unten III. 2.

<sup>22</sup> Vgl. die Verlautbarung des Europäischen Rates in Edinburgh, Teil A Anlage 2, Bulletin der BReg vom 28. Dezember 1992, Nr. 140 S. 1283.

<sup>23</sup> Vgl. Bericht der Kommission der EG an den Europäischen Rat über die Anwendung des Subsidiaritätsprinzips im Jahre 1994, BRat-Drucks. 1090/94, S. 17.

<sup>24</sup> Zur Bedeutung des Instruments der "Empfehlung" s. etwa OPPERMANN, Europarecht, 1991, Rdz. 479 ff.

<sup>25</sup> Zu den Kollektivhandlungsproblemen ("Windhundrennen" bei Teilangeboten; "prisoner's dilemma" bei Teil- und Gesamtübernahmeangeboten) etwa LÜTTMANN (Fn. 8) S. 38 ff.; PRANTL (Fn. 6), S. 158 ff. und passim.

<sup>26</sup> Es fehlt insbesondere eine Lösung des "prisoner's dilemma"; vgl. LÜTTMANN (Fn. 8), S. 210 ff., 213 ff.; PRANTL (Fn. 6), S. 237 ff.

<sup>27</sup> Kritisiert wurden insoweit insbesondere Art. 8 (Beschränkung der Befugnisse der Verwaltung der Zielgesellschaft) und - vor Einrichtung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz - die Vorschriften über die Einrichtung und Aufgaben einer Aufsichtsbehörde (Art. 6, 6 a des Entwurfs).

<sup>28</sup> S. dazu unten IV.

<sup>29</sup> Zu den Formen des Kontrollwechsels nach deutschem Recht LÜTTMANN (Fn. 8), S. 21 f.

<sup>30</sup> Vgl. die Nachweise bei PRANTL (Fn. 6), S. 201 f. sowie die umfassende Diskussion in HOPT/WYMEERSCH (Hrsg.), European Takeovers - Law and Practice, 1992.

<sup>31</sup> Dazu näher unten IV.

---

<sup>32</sup> S. nur GRABITZ, in: GRABITZ/HILF, Kommentar zur Europäischen Union, Loseblattslg., Bd. 1, Stand März 1994, Art. 3 Rdz. 1.

<sup>33</sup> GEIGER, EG-Vertrag, 1993, Art. 3 Rdz. 1 m.Nachw.

<sup>34</sup> Vgl. die Nachweise bei ZULEEG, in: v. D. GROEBEN/THIESING/EHLERMANN, Kommentar zum EWG-Vertrag, Bd. 1, 4. Aufl. 1991, Art. 3 Rdz. 3 Fußn. 14; ferner GEIGER (Fn. 33), Art. 100 Rdz. 9.

<sup>35</sup> Art. 54 Abs. 3 g) EGVG ist gegenüber Art. 100 EGV lex specialis, allg. Auffassung; s. nur GEIGER (Fn. 33), Art. 100 Rdz. 9; LUTTER (Fn. 18), S. 8; EVERLING, in: FS für Steindorff, 1990, S. 1155, 1158; TASCHNER, in: v. D. GROEBEN/THIESING/EHLERMANN, Kommentar zum EWG-Vertrag, Bd. 2, 4. Aufl. 1991, Art. 100 Rdz. 2; LANGEHEINE, in: GRABITZ/HILF (Fn. 32), Art. 100 Rdz. 72 ff.

<sup>36</sup> Vgl. dazu LUTTER (Fn. 18), S. 7; TROBERG, in: v. D. GROEBEN/THIESING/EHLERMANN (Fn. 34), Rdz. 13 m.w.Nachw.; eingehend jetzt SCHÖN, ZGR 1995, S. 1, 13 ff.

<sup>37</sup> TROBERG (Fn. 36).

<sup>38</sup> ABl. EG vom 29.6.1987 Nr. L 169/29.

<sup>39</sup> Art. 54 g Abs. 3 EGV ist lex specialis gegenüber Art. 100 a EGV; s. nur MÜLLER-GRAFF, Europarecht 1989, S. 107 ff., 132.

<sup>40</sup> Vgl. Art. 100 a Abs. 1 S. 2 i.V. mit 189 b EGV; Art. 54 Abs. 2 i.V. mit Art. 189 b EGV.

<sup>41</sup> S. LUTTER (Fn. 18), S. 645.

<sup>42</sup> So auch HOPT, in: HOPT/WYMEERSCH (Fn. 30), S. 174; DERS., ZGR 1992, S. 265, 281; in diese Richtung wohl auch HOMMELHOFF (Fn. 3), S. 455, 459.

<sup>43</sup> Vgl. LÜTTMANN (Fn. 8), S. 215 ff.; PRANTL (Fn. 6), S. 237 ff.

<sup>44</sup> Zum Begriff des "Kapitalmarktrechts" ASSMANN/BUCK, Europäisches Kapitalmarktrecht, EWS 1990, S. 110 ff., 190 ff., 220 ff.; BAUMS, Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten, FS Raisch (1995), S. 211 ff.; grundlegend HOPT, ZHR 140 (1976), S. 201 ff.

<sup>45</sup> Zu den "kombinierten Handlungsermächtigungen" im Bereich des Börsen- und Wertpapierrechts etwa HAYDER, RabelsZ 53 (1989), S. 622 ff., 664 ff. m.w.Nachw.; SCHÖN (Fn. 36), S. 1, 17 ff.

<sup>46</sup> S. dazu aber bereits BLAUROCK, in: STARCK (Hrsg.), Rechtsvereinheitlichung durch Gesetze (1992), S. 90, 104; DENS., JZ 1994, S. 270, 273; HAUSCHKA, ZRP 1990, S. 179, 180; s. auch SANDROCK, EWS 1994, S. 1, 5 ff.; sowie jetzt eingehend (nach Abschluß des Manuskripts) TAUPITZ, Privatrechts- oder Kollisionsrechtsvereinheitlichung in Europa? (1995), S. 21 ff.; SCHÖN (Fn. 36), S. 1 ff.

<sup>47</sup> Vgl. BGBI. II, S. 1947.

---

<sup>48</sup> Zur Subsidiarität in diesem Sinne etwa LARENZ, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 5. Aufl. 1983, S. 257 f.

<sup>49</sup> Eingehend PIPKORN, EuZW 1992, S. 697 ff.; LECHELER, Das Subsidiaritätsprinzip (1993); v. BORRIES, EuR 1994, S. 263 ff.; weitere umfangreiche Nachweise zur Bedeutung des Subsidiaritätsprinzips bei TAUPITZ (Fn. 46), S. 23; SCHÖN (Fn. 36), S. 1 ff. sowie MÜLLER-GRAFF, ZHR 159 (1995), S. 34, 46 ff.

<sup>50</sup> Vgl. GEIGER (Fn. 33), Art. 3 b Rdz. 5.

<sup>51</sup> PIPKORN (Fußn. 49), S. 699; v. BORRIES (Fn. 49), S. 273 f.; eingehend MÜLLER-GRAFF (Fn. 49), S. 34, 59 ff.

<sup>52</sup> Vgl. Bericht der Kommission (Fn. 23) BRat-Drucks. 1090/94 S. 4 und S. 19; kritisch dazu mit Nachw. v. BORRIES (Fn. 49), S. 275; SCHÖN (Fn. 36), S. 20 f.

<sup>53</sup> Bericht (Fn. 52), S. 4.

<sup>54</sup> Bericht (Fn. 52), S. 19. Genauer dazu (Maßnahmen zur Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen) IVO SCHWARTZ, AfP 1993, S. 409 ff., 414 f.

<sup>55</sup> Bericht (Fn. 52), S. 4.

<sup>56</sup> Vgl. dazu HOPT, in: SCHOLZ (Hrsg.), Deutschland auf dem Weg in die Europäische Union: Wieviel Eurozentrismus - wieviel Subsidiarität?, 1994, S. 350, 358 f.; BUCK, ebenda, S. 344 ff., 360 f.; SCHÖN (Fn. 36), S. 1, 21.

<sup>57</sup> In diesem Sinne SCHWARTZE, in: SCHOLZ (Fn. 56), S. 356 f.

<sup>58</sup> EG-Bulletin 6/1992 Nr. I. 2, S. 9 und Nr. I. 6, S. 11.

<sup>59</sup> Abdruck im Bulletin der Bundesregierung (Fn. 22).

<sup>60</sup> Bulletin der BReg. (Fn. 22), S. 1283.

<sup>61</sup> Bulletin der BReg. (Fn. 22), S. 1281 sub Abs. 2 iii).

Vgl. demgegenüber die vom Subsidiaritätsprinzip offenbar unbeeindruckte Aufforderung des Europäischen Parlaments an die Kommission vom 6.5.1994, die Arbeiten an einem einheitlichen Europäischen Gesetzbuch für das Privatrecht in Angriff zu nehmen (Mitteilung in EuZW 1994, 612); kritisch dazu etwa TAUPITZ (Fn. 46), S. 28.

<sup>62</sup> Bericht der Kommission (Fn. 23), S. 17. Allerdings beharrt die Kommission trotz Anerkennung des Subsidiaritätsprinzips gegenüber den Bedenken der Bundesregierung ("Subsidiaritätsliste" des Bundesmin. für Wirtschaft vom 22.7.1993) auf einer europäischen Lösung (Antwort der Kommission vom 10.6.1994 (SG [94] D/7636), Tz. A 17.

<sup>63</sup> Zum "Wettbewerb der Regelsysteme" noch unten IV. 2.

<sup>64</sup> Eingehend dazu IVO SCHWARTZ (Fn. 54), S. 416.

<sup>65</sup> v. BORRIES (Fn. 49), S. 280 f.

<sup>66</sup> PIPKORN (Fn. 49), S. 700 (r.Sp).

<sup>67</sup> Dazu eingehend PIPKORN (Fn. 49), S. 700 m.w.Nachw.; GEIGER (Fn. 33), Art. 3 b Rdz. 11, 12; v. BORRIES (Fn. 49), S. 282 ff. sowie SCHÖN (Fn. 36) S. 1, 34 ff.

---

<sup>68</sup> Vgl. Art. 54 Abs. 3 g, Art. 100 i.V.m. Art. 3 h, Art. 100 a, Art. 235 EGV. Wegen der weitgespannten Vertragsziele stellt die Erforderlichkeitsprüfung nach diesen Vorschriften praktisch freilich keine bedeutsame Einschränkung der Handlungsbefugnisse dar; vgl. Text nach Fn. 37. Für eine "Aufwertung" dieser Erforderlichkeitsschranken jetzt SCHÖN (Fn. 36), S. 1, 15 und passim.

<sup>69</sup> Eingehend zur Bedeutung dieser Kriterien v. BORRIES (Fn. 49), S. 276 ff. m.w.Nachw.

<sup>70</sup> Vgl. Bulletin der BReg (Fn. 22), S. 1281 sub Abs. 2 ii).

<sup>71</sup> Dies führt die Kommission denn auch in ihrer Antwort auf die "Subsidiaritätsliste" der Bundesregierung als Grund für eine europäische Lösung an (Fn. 62), Tz. A 17.

<sup>72</sup> Vgl. dazu etwa BAUMS, Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG. Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück, Arbeitspapier 3/93.

<sup>73</sup> S. nur FITCHEW, in: BUXBAUM/HERTIG/HIRSCH/HOPT (Hrsg.), European Business Law 1991, S. 11; eingehende Abwägung der für und wider sprechenden Argumente bei HOPT, in: HOPT/WYMEERSCH (Fn. 30), S. 172 ff.

<sup>74</sup> BASALDUA, in: ASSMANN U. A., Übernahmeangebote, 1990, S. 157, 166.

<sup>75</sup> Statt aller ASSMANN/BOZENHARDT, in: ASSMANN (Fn. 74), S. 112 ff.; HOPT, in: SIEBEN/STEIN (Hrsg.), Unternehmensakquisitionen - Strategien und Abwehrstrategien, 1992, S. 39 ff.; BAUMS, in: PRENTICE/HOLLAND, Contemporary Issues in Corporate Governance, 1993, S. 151 ff., 154 ff.; LÜTTMANN (Fn. 8), S. 150 ff.

<sup>76</sup> Vgl. dazu auch die aufschlußreichen Bemerkungen von TIMMERMANS, in: BUXBAUM/HERTIG/HIRSCH/HOPT (Fn. 73), S. 388 f. sowie die Ansätze im Vorschlag einer 5. (Struktur-)Richtlinie, Abdruck bei LUTTER (Fn. 18), S. 233 ff.

<sup>77</sup> FITCHEW (Fn. 73).

<sup>78</sup> Vgl. dazu COOPERS & LYBRAND, Barriers to Takeovers in the European Community, 3 Vols 1989; MAEIJER/GEENS (eds.), Defensive Measures Against Hostile Takeovers in the Common Market, 1990; INTERNATIONAL BAR ASSOCIATION, Section on Business Law, Constraints on Cross Border Takeovers and Mergers, Int'l Business Lawyer 1991, p. 50 ff.

<sup>79</sup> Detaillierte und berechtigte Kritik bei DRIES, Börsen-Zeitung vom 25.8.1995, S. 1.

<sup>80</sup> Zusammenfassend zuletzt HOMMELHOFF (Fn. 3), S. 455 ff.

<sup>81</sup> S. dazu jüngst BEBCHUK (Fn. 6).

<sup>82</sup> BUXBAUM/HOPT, Legal Harmonization and the Business Enterprise, 1988.

<sup>83</sup> Vgl. MESTMÄCKER/LUTTER/EVERLING, Europäischer Binnenmarkt im Wettbewerb der Rechtssysteme, Institut für deutsches,

---

europäisches und internationales Wirtschaftsrecht, Bielefeld 1989; BUXBAUM/HERTIG/HIRSCH/HOPT (Fn. 73); EVERLING (Fn. 35), S. 1171 ff.; aus der Sicht des amerikanischen Gesellschaftsrechts ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, 1993 (S. 128 ff. zur Harmonisierung in der EU); KÜBLER, *KritV* 77 (1994), S. 79 ff.; DERS., *Die AG* 1994, S. 141, 145.

<sup>84</sup> Für ein gemeinschaftsrechtlich vorgegebenes einheitliches europäisches Unternehmensrecht dagegen jüngst wieder WERLAUFF, *From a National Company Law Towards a "Federal" Enterprise Law* (1995).

<sup>85</sup> S. nur TASCHNER (Fn. 35), Art. 100 Rdz. 16 f.

<sup>86</sup> BT-Drucks. 13/367.

<sup>87</sup> Vgl. Fn. 79.