

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

CHRISTIAN E. DECHER

## GRENZÜBERSCHREITENDE UMSTRUKTURIERUNGEN JENSEITS VON SE UND VERSCHMELZUNGSRICHTLINIE



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 56



**PROF. DR. THEODOR BAUMS**  
**PROF. DR. ANDREAS CAHN**

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT**

**SENCKENBERGANLAGE 31**

**D-60054 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-28941**

**FAX: +49 (0)69 / 798-29018**

**(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))**

Christian E. Decher

**Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits  
von SE und Verschmelzungsrichtlinie**

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 56**

**11/ 2006**

## **Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie\***

Von Dr. *Christian E. Decher*\*\*

*Grenzüberschreitende Umstrukturierungen wurden bislang unter Nutzung traditioneller Strukturmodelle als Übernahmen oder Zusammenschluss zwischen Gleichen mit öffentlichen Erwerbsangeboten gegen bar oder Aktien vollzogen. Eine grenzüberschreitende Verschmelzung im rechtstechnischen Sinne war bislang in Deutschland nicht möglich. Die SEVIC-Entscheidung des EuGH, die Einführung der SE und demnächst die gesetzliche Regelung einer EU-weiten Verschmelzung ermöglichen auch grenzüberschreitende Verschmelzungen im rechtstechnischen Sinne. Der Verfasser stellt die traditionellen Strukturen eines grenzüberschreitenden Unternehmenszusammenschlusses dar und untersucht, welche praktische Bedeutung diese traditionellen Strukturen in Zukunft haben werden. Darüber hinaus wird untersucht, ob eine grenzüberschreitende Unternehmenszusammenführung nach den Grundsätzen des SEVIC-Entscheidung für die Praxis eine Alternative darstellt.*

### **A. Einleitung**

#### **Wirtschaftliches Umfeld für grenzüberschreitende Umstrukturierungen**

Grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse unter Beteiligung deutscher Gesellschaften haben wieder Hochkonjunktur. Nach den Boomjahren Ende der neunziger Jahre, die in den Unternehmenszusammenschlüssen Daimler Benz/Chrysler, Mannesmann/Orange und Vodafone/Mannesmann kulminierten, erreichen grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse nach Jahren der Flaute wieder das höchste Niveau seit dem Rekordjahr 2000. Beispielhaft seien die bereits durchgeführten bzw. angekündigten Unternehmenszusammenschlüsse Unicredit/HVB, E.on/Endesa, Linde/BOC und VW/MAN/Scania genannt.

Bislang wurden grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse unter Nutzung traditioneller Strukturmodelle vollzogen, also als Übernahmen bzw. *mergers of equals* mit öffentlichen Erwerbsangeboten gegen bar oder Aktien. Es handelte sich nicht um grenzüberschreitende Verschmelzungen im rechtstechnischen Sinne, die nach herkömmlicher Auffassung in Deutschland rechtlich nicht möglich sind. Neuerdings stehen jedoch Verschmelzungen als Alternativen für eine grenzüberschreitende

---

\* Schriftfassung eines Vortrags vom 9. November 2006 anlässlich der 4. Konferenz 2006 des Institute for Law and Finance, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, zum Thema "Grenzüberschreitende Umstrukturierungen".

\*\* Der Verfasser ist Partner der Sozietät FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER in Frankfurt am Main.

Unternehmenszusammenführung zur Verfügung. Nach der SEVIC-Entscheidung des EuGH vom Dezember 2005 ist der generelle Ausschluss der grenzüberschreitenden Verschmelzung nicht mit der Niederlassungsfreiheit gemäß Art. 43, 48 EG-Vertrag vereinbar. Zudem ist seit dem 8. Oktober 2004 in Deutschland die SE-Verordnung umgesetzt, die eine grenzüberschreitende Verschmelzung unter Bildung einer SE ermöglicht. Der Allianz/RAS-Fall belegt, dass dieser erste gesetzlich geregelte Weg einer grenzüberschreitenden Verschmelzung praktische Bedeutung hat. Schließlich steht die Umsetzung der EU-Verschmelzung vor der Tür, die durch den nationalen Gesetzgeber bis Ende 2007 erfolgen muss und bereits für März 2007 erwartet wird.

Der nachfolgende Beitrag stellt die traditionellen Strukturen eines grenzüberschreitenden Unternehmenszusammenschlusses dar (nachfolgend B.). In einem zweiten Teil wird die Sevic-Entscheidung des EuGH in ihren Konsequenzen für die Praxis dargestellt und untersucht, ob eine grenzüberschreitende Unternehmenszusammenführung nach den Grundsätzen des EuGH für die Praxis eine Alternative zu den traditionellen Strukturen bzw. zu der SE-Verschmelzung oder der EU-Verschmelzung darstellt (nachfolgend C.). Abschließend wird untersucht, welche praktische Bedeutung die traditionellen Strukturen angesichts der vielfältigen Angebote aus Brüssel – Sevic-Umstrukturierung, SE-Verschmelzung und EU-Verschmelzung – in Zukunft haben werden (nachfolgend D.).

## **B. Traditionelle Strukturen eines grenzüberschreitenden Unternehmenszusammenschlusses**

Vollzieht sich ein grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschluss in den traditionellen Strukturen, findet keine grenzüberschreitende Verschmelzung im rechtlichen Sinne statt. Es erfolgt vielmehr eine Übernahme der deutschen börsennotierten AG durch eine ausländische Gesellschaft (nachfolgend I.), eine Übernahme der ausländischen Gesellschaft durch eine deutsche börsennotierte AG (nachfolgend II.) oder eine Zusammenführung der ausländischen börsennotierten Gesellschaft und der deutschen AG in einer ausländischen oder deutschen NewCo (nachfolgend III.). In allen Fällen erfolgen öffentliche Übernahmeangebote gegen bar oder Aktien, wobei im Fall der Zusammenführung in einer NewCo parallele Übernahmeangebote unterbreitet werden.

### **I. Öffentliches Übernahmeangebot durch ausländische Gesellschaft**

Unterbreitet eine ausländische Gesellschaft ein öffentliches Übernahmeangebot für die Aktien der deutschen AG, so besteht diese, bei Erfolg des Übernahmeangebots, als rechtlich selbständige Tochtergesellschaft der ausländischen AG fort. Diejenigen Aktionäre, die das Übernahmeangebot nicht akzeptiert haben, verbleiben Minderheitsaktionäre der nach wie vor börsennotierten deutschen AG, sofern die ausländische Gesellschaft nicht auf 95 % der Aktien kommt und einen übernahme- oder aktien-

rechtlichen Squeeze-out durchführen kann. Beispiele für derartige Transaktionen bilden Rhone Poulenc/Hoechst, Vodafone/Mannesmann und Unicredit/HVB.

Der Vorteil dieser traditionellen Struktur besteht darin, dass sie relativ einfach ist und bewährten Vorbildern folgt. Das Übernahmeangebot richtet sich nach dem WpÜG. Auf deutscher Seite ist keine Befassung der Hauptversammlung erforderlich; es besteht daher eine hohe Transaktionssicherheit und ein klarer, von vornherein klarer Zeitrahmen für die Vollziehung der Transaktion.

Selbstverständlich bietet auch diese traditionelle Transaktionsstruktur Risiken, mit denen sich der ausländische Bieter im Vorfeld der Transaktion auseinandersetzen wird. Der Erfolg des öffentlichen Angebots muss hinreichend wahrscheinlich sein. Dies ist typischerweise nur bei einem ausreichend bemessenen *premium* auf den aktuellen Börsenkurs der deutschen AG der Fall. Daneben wird der ausländische Bieter an einer möglichst weitreichenden Integration der deutschen AG nach erfolgreichem Übernahmeangebot interessiert sein. Weitreichende Umstrukturierungen können ebenso geplant sein wie ein Zugriff auf die Vermögenswerte oder *cash flows* der deutschen AG. Als Schlusspunkt der Transaktion wird die Führung der deutschen AG als 100%-Tochter ohne Fortbestand von Minderheitsaktionären angestrebt.

Das Ziel einer möglichst weitreichenden Integration der deutschen AG wird sich im Einzelfall nur nach Abschluss eines Beherrschungsvertrages mit der deutschen AG verwirklichen lassen. In Abwesenheit eines solchen Beherrschungsvertrages müssen Maßnahmen zwischen der deutschen AG und ihrer neuen ausländischen Muttergesellschaft dem *arm's length*-Test genügen, dürfen also nicht nachteilig oder gegen das Interesse der deutschen AG sein, §§ 311 ff. AktG. Der Abschluss eines – im Ausland kaum bekannten – Beherrschungsvertrages ermöglicht dagegen auch nachteilige Weisungen gegenüber der deutschen AG. Der Preis für die damit verbundene weitreichende Integrationsmöglichkeit ist – neben der Verlustausgleichspflicht des herrschenden Unternehmens (§ 302 AktG) – die Notwendigkeit des Angebots einer Barabfindung bzw. einer Garantiedividende an die verbleibenden Minderheitsaktionäre, §§ 304, 305 AktG. Auch ein – alternativ oder nachfolgend erfolgreicher – Abschluss der Minderheitsaktionäre erfolgt gegen Barabfindung.

Anders als vom ausländischen Bieter oft erwartet, richtet sich die Ermittlung der Barabfindung im Rahmen eines Beherrschungsvertrages oder eines aktienrechtlichen Squeeze-out nicht nach dem Angebotspreis im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebotes. Maßgeblich ist mindestens der Drei-Monats-Börsenkurs der deutschen AG vor der über den Beherrschungsvertrag beschlussfassenden Hauptversammlung<sup>1</sup>; die-

---

<sup>1</sup> Vgl. etwa BGH, Beschl. v. 12. 3. 2001 – II ZB 15/00, „Altana“, BGHZ 147, 108, 121; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 31. 1. 2003 – 19 W 9/00 AktE, AG 2003, 329, 330 f.

ser ist häufig aufgrund entsprechender Marktspekulationen höher als zum Zeitpunkt der Bekanntmachung des Übernahmeangebots. Alternativ ist ein höherer innerer Wert des Unternehmens maßgeblich,<sup>2</sup> der in Deutschland traditionell nach der Ertragswertmethode ermittelt wird<sup>3</sup>. Dieser Ertragswert kann im Einzelfall wesentlich höher sein als der Börsenkurs und führt dann zu einer deutlich über dem Marktwert liegenden Barabfindung, ein Umstand, der bei ausländischen Bietern oft wenig Verständnis findet. Darüber hinaus können die Aktionäre die Angemessenheit der Barabfindung in einem gerichtlichen Spruchverfahren überprüfen lassen, das nicht selten zu einer Erhöhung der Barabfindung führt. Zudem sind in der Praxis Anfechtungsklagen gegen Unternehmensverträge und den Ausschluss der Minderheitsaktionäre häufig; auch wenn diese Klagen nicht auf die Unangemessenheit der Barabfindung gestützt werden können, werden sie im Ergebnis nicht selten gegen eine Erhöhung der Barabfindung zugunsten aller Aktionäre vergleichsweise erledigt. Der Fall der Übernahme der Celanese AG durch Blackstone macht die Konsequenzen deutlich, die sich für den Preis „für die letzten 25%“ einer deutschen AG ergeben können: Blackstone unterbreitete im Februar 2004 zunächst ein öffentliches Übernahmeangebot für die Celanese-Aktien zu einem Preis von 32,50 EUR pro Aktie. Nach erfolgreicher Vollziehung der Übernahme wurde ein Beherrschungsvertrag abgeschlossen und auf der Basis eines ermittelten höheren Ertragswertes eine Barabfindung in Höhe von 41,92 Euro angeboten. Der Hauptversammlungsbeschluss wurde von zahlreichen Aktionären mit Anfechtungsklagen angegriffen. Im Rahmen eines Vergleichs mit den Klägern wurde im August 2005 die Barabfindung auf 51 Euro erhöht. Nachdem Blackstone schließlich 95 % der Celanese-Aktien erworben hatte, erfolgte ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen eine Barabfindung von 66,99 Euro pro Aktie. Insgesamt hatten die – überwiegend professionellen – Aktionäre, die bis zum Schluss ausgeharrt hatten, einen über 100 % höheren Preis erzielen können. Auch nach der Änderung des Standards des Instituts der Wirtschaftsprüfer wird diese Grundproblematik – wenn auch etwas abgeschwächt – fortbestehen.

Angesichts der Unsicherheiten über die Höhe der Barabfindung im Rahmen des Abschlusses eines Beherrschungsvertrages kann ein ausländischer Bieter geneigt sein, auf den Abschluss eines Beherrschungsvertrages mit der deutschen AG zu verzichten. Das wird im Einzelfall auch möglich sein, wenn der neue Mehrheitsaktionär keine weitreichenden Umstrukturierungsmaßnahmen bei der deutschen AG plant, die mit dem Schutzsystem der Regeln im vertragslosen Konzern nicht mehr bewältigt werden können. Die Grenzen sind insoweit jedoch oft nicht leicht zu ziehen. Dies musste beispielsweise Procter & Gamble erfahren, welche im März 2003 über 77 % der Wella-Anteile erworben hatte. Als sie im Januar 2004 mit der übernommenen Wella AG Lizenzverträge abschliessen und den Vertrieb zentralisieren wollte, forderten Minder-

---

<sup>2</sup> BVerfG, Beschl. v. 27. 4. 1999 – 1 BvR 1613/94, „Altana“, BVerfGE 100, 289, 301.

<sup>3</sup> IDW S 1, WPg 2005, 1303.

heitsaktionäre, unterstützt durch institutionelle Anleger, vehement den Abschluss eines Beherrschungsvertrages ein, womit sie im April 2004 auch erfolgreich waren.

Das Risiko der Ungewissheit des für die verbleibenden Aktien der Minderheitsaktionäre zu zahlenden Kaufpreises ist umso geringer je höher die Annahmequote im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebotes ist. Aktionäre, die das Übernahmeangebot akzeptieren, haben von Rechts wegen keinen Anspruch auf Gleichbehandlung mit den Aktionären, die eine höhere Barabfindung im Rahmen eines Beherrschungsvertrages oder eines Squeeze-out erhalten.<sup>4</sup> Erwirbt der ausländische Bieter im Rahmen des Übernahmeangebots 95 % der Aktien der deutschen AG, kann er einen Squeeze-out durchführen, §§ 327a ff. AktG. Seit Einführung dieser Möglichkeit im Jahre 2002 haben es nur noch wenige Bieter geschafft, die 95%-Schwelle zu erreichen, da professionelle Aktionäre auf ein weiteres Ansteigen des Börsenkurses wetten, wenn die Annahmeschwelle verfehlt wird und der Bieter gleichwohl einen Squeeze-out anstrebt.

Erwirbt ein Bieter 95 % der Aktien der Zielgesellschaft und erreicht er gleichzeitig eine Annahmequote von mindestens 90 % im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots, so eröffnet sich dem Bieter neuerdings die Möglichkeit des übernahmerechtlichen Squeeze-out, bei dem unwiderleglich vermutet wird, dass der Übernahmepreis gleichzeitig eine angemessene Barabfindung darstellt, §§ 39a, 39b WpÜG. Dennoch sollten Bieter nicht allzu große Hoffnungen darauf setzen, dass ihnen der übernahmerechtliche Squeeze-out ermöglicht wird. Professionelle Aktionäre werden voraussichtlich in vielen Fällen dafür sorgen, dass die Annahmequote von 90 % nicht erreicht werden wird. Dann bleibt es bei der Notwendigkeit einer erneuten Unternehmensbewertung im Rahmen des Squeeze-out Verfahrens und der Berücksichtigung eines etwaigen höheren Ertragswertes sowie der Möglichkeit einer Überprüfung im Spruchverfahren.

## **II. Öffentliches Übernahmeangebot durch deutsche AG**

Unterbreitet eine deutsche AG ein öffentliches Übernahmeangebot für eine ausländische börsennotierte Gesellschaft (Beispiele: Mannesmann/Orange; Linde/BOC), so richtet sich die Integration der ausländischen Gesellschaft nach erfolgreichem Übernahmeangebot und die Möglichkeit eines Herausdrängens der verbleibenden Minderheitsaktionäre nach der ausländischen Rechtsordnung. Nach den ausländischen Rechtsordnungen ist ein Squeeze-out der Minderheitsaktionäre typischerweise bei einem Erwerb von 90–98 % der Aktien der Zielgesellschaft möglich. Bei einer englischen oder einer US-amerikanischen Zielgesellschaft ist die Unterbreitung eines Übernahmeangebots mit anschließendem Squeeze-out nicht Voraussetzung für einen

---

<sup>4</sup> OLG Düsseldorf, Beschl. v. 16. 1. 2004 – I-16 W 63/03, NZG 2004, 328, 332; OLG München, Urte. v. 10.01.2001 – 7 U 3569/00, ZIP 2001, 2135, 2137 f.

100%-Erwerb der Zielgesellschaft. Nach englischem Recht besteht die Möglichkeit eines mit qualifiziertem Mehrheitsbeschluss der Aktionäre beschlossenen und vom Gericht gebilligten *scheme of arrangement*.<sup>5</sup> In den USA besteht die Möglichkeit eines *triangular merger*, bei dem aufgrund eines qualifizierten Mehrheitsbeschlusses der Aktionäre eine Verschmelzung zwischen der Zielgesellschaft und einer neu gegründeten *merger sub* herbeigeführt wird und den Aktionären als Gegenleistung Aktien einer Drittgesellschaft (hier der deutschen AG) gewährt werden.<sup>6</sup>

Aus deutschrechtlicher Sicht kann die Schaffung der für die Übernahme als Gegenleistung zu schaffenden Aktien ein Problem darstellen. Die Schaffung im Wege einer ordentlichen Sachkapitalerhöhung wird, soweit möglich, von der deutschen Bietergesellschaft vermieden, weil es an der nötigen Transaktionssicherheit fehlt.<sup>7</sup> Gemäß § 255 Abs. 2 AktG kann bei einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre die Angemessenheit des Ausgabeverhältnisses der neuen Aktien im Verhältnis zum Wert der eingebrachten Sacheinlage zum Gegenstand einer Anfechtungsklage gemacht werden. Auch bei einer Wahrung des Bezugsrechts durch kombinierte Sach- und Barkapitalerhöhung bleibt die Rüge einer unangemessenen Bewertung gemäß § 243 Abs. 2 AktG möglich. Angesichts der mit einer Unternehmensbewertung verbundenen Unwägbarkeiten führt die Möglichkeit einer auf die Unangemessenheit des Umtauschverhältnisses gestützten Anfechtungsklage zur erheblichen Unsicherheit über den Ausgang des Verfahrens.

Rechtsprechung und Gesetzgebung haben allerdings in den letzten Jahren Erleichterungen geschaffen. So wurde in § 246a AktG auch für die Kapitalerhöhung die Möglichkeit eines Eilverfahrens eingeführt, durch das trotz Erhebung von Anfechtungsklagen die Eintragung der Kapitalerhöhung mit endgültiger Wirkung erreicht werden kann. Weiterhin haben mehrere Oberlandesgerichte zur Verschmelzung zwischen unabhängigen Unternehmen entschieden, dass für das Umtauschverhältnis eine Börsenkursrelation nicht zwingend zu beachten ist und auch die Ermittlung des Umtauschverhältnisses nach Ertragswerten nur einer eingeschränkten gerichtlichen Kontrolle unterliegt.<sup>8</sup> Entsprechend ist auch für die

---

<sup>5</sup> Vgl. *Pennington*, Conflicts of Law Aspects of Mergers and Acquisitions – British Law, in: Horn (Hrsg.), Cross-Border Mergers and Acquisitions and the law, Studies in Transnational Economic law – Volume 15, Den Haag 2001, S. 141, 144f.

<sup>6</sup> *Decher*, The Daimler-Chrysler Merger, in: Horn (Fn. 5), S. 105, 113. *Rodewig*, Grenzüberschreitende Fusionen am Beispiel des Daimler-Chrysler-Zusammenschlusses, in: K. Schmidt/Rieger (Hrsg.), Gesellschaftsrecht 1999, RWS-Forum 15, Berlin 2000, S 167, 170ff.

<sup>7</sup> *Decher*, Rechtsfragen des grenzüberschreitenden Merger of Equals, in: FS Lutter, 2000, S. 1209,1217.

<sup>8</sup> BayObLG, Beschl. v. 28. 10. 2005 – 3Z BR 71/00, ZIP 2003, 253, 259; OLG Stuttgart, Beschl. v. 8. 3. 2006 – 20 W 5/05, AG 2006, 421, 423; *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, 3. Aufl. 2004, § 5 Rn. 24; *Marsch-Barnier*, in: Kallmeyer, UmwG, 3. Aufl. 2006, § 8 Rn. 14; *Martens*, Bewertungsspielräume bei Fusionen und fusionsähnlichen Zusammenschlüssen, in: FS Röhrich, 2005, 987, 990 f.; *Bungert*, BB 2003, 699, 703; *Paschos*, ZIP 2003, 1017, 1023; *Hüttemann*, ZGR 2001, 454,

Zusammenführung zweier unabhängiger Gesellschaften durch Sacheinbringung zu entscheiden, wobei an sich kein Grund besteht, die Umtauschrelation in das enge Korsett einer Bewertung nach der Ertragswertmethode zu zwingen. Vielmehr darf der Vorstand der deutschen AG den Aktionären der ausländischen Gesellschaft im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots bzw. der Schaffung der Aktien als Gegenleistung jeden nach pflichtgemäßem *business judgement* verhandelten Preis auch außerhalb einer Börsenkurs- oder Ertragswertrelation anbieten.<sup>9</sup>

### III. Parallele Übernahmeangebote durch eine deutsche NewCo

Das NewCo-Modell ist dadurch gekennzeichnet, dass eine NewCo sowohl für die ausländische börsennotierte Gesellschaft als auch für die deutsche börsennotierte AG parallele Umtauschangebote unterbreitet. Sind die Angebote erfolgreich, werden beide Unternehmen Tochtergesellschaften der NewCo, wobei – bei einer deutschen NewCo – die deutsche Tochtergesellschaft in einem zweiten Schritt auf die NewCo AG verschmolzen werden kann.<sup>10</sup> Die NewCo wird typischerweise durch einen Treuhänder (z.B. eine Bank) gegründet. Beispiele für eine solche grenzüberschreitende Zusammenführung bilden die – letztlich nicht zustande gekommenen – Transaktionen Deutsche Telekom/Telecom Italia und Viag/Algroup. In abgewandelter Form wurde dieses Muster erstmals in der Daimler Benz/Chrysler Transaktion verwendet (bei der allerdings ein paralleles Übernahmeangebot für Chrysler wegen der Möglichkeit eines *triangular merger* nicht notwendig war).<sup>11</sup> Die NewCo-Struktur wird am besten dem Gedanken eines *merger of equals* gerecht. Darüber hinaus bietet sie eine im Vergleich zu einem öffentlichen Übernahmeangebot durch eine deutsche AG erhöhte Transaktionssicherheit, weil sich auf Ebene der übernehmenden NewCo keine anfechtungswilligen Aktionäre befinden.

Erfolgt – wie im Fall Viag/Algroup angedacht und im Fall Daimler Benz/Chrysler durchgeführt – in einem zweiten Schritt eine Verschmelzung der deutschen Tochter-AG auf die NewCo-AG, so ergibt sich für den ausländischen Partner die Problematik, dass die Aktionäre der deutschen AG die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses in einem gerichtlichen Spruchverfahren überprüfen lassen können. Dieses Risiko ist zwar auf diejenigen Aktionäre beschränkt, die das vorangegangene Umtauschangebot der NewCo AG nicht angenommen haben. Die Vorschaltung eines öffentlichen Übernahmeangebots war daher ein wesentlicher Bestandteil des Konzepts der Zusammen-

---

465; Vetter, ZIP 2000, 561, 567; Wilm, NZG 2000, 234, 236; a.A. Weiler/Meier, NZG 2003, 669, 670.

<sup>9</sup> Decher, Bedeutung und Grenzen des Börsenkurses bei Zusammenschlüssen zwischen unabhängigen Unternehmen, in: FS Wiedemann, 2002, S. 787, 794.

<sup>10</sup> Decher, FS Lutter (Fn. 7), S. 1209, 1211, 1214.

<sup>11</sup> Näher Thoma/Reuter, M&A Review 1999, 314, 316.

führung von Daimler Benz und Chrysler<sup>12</sup>. Dennoch hat die Entscheidung des LG Stuttgart in Sachen Daimler Benz/Chrysler deutlich gemacht, dass auch dieses reduzierte Risiko erheblich sein kann: das Gericht sprach den verbliebenen 1,8 % außenstehenden Aktionären eine bare Zuzahlung von 230 Mio. EUR zu!<sup>13</sup> Zu diesem Ergebnis kam das Gericht, indem es für das Umtauschverhältnis von Daimler Benz-Aktien in Daimler Chrysler-Aktien (unter Berücksichtigung des Wertes von Chrysler) die Ertragswertrelation für maßgeblich hielt und das von den Parteien verhandelte Ergebnis einer vollen gerichtlichen Kontrolle unterwarf. Die nur auf eine eingeschränkte gerichtliche Kontrolle abzielende Rechtsprechung des OLG Stuttgart und des BayObLG<sup>14</sup> hielt die Kammer im konkreten Fall nicht für anwendbar, weil kein verantwortungsvoll ausgehandelter und nachvollziehbarer Ausgleich gefunden worden sei. Dem ist nach der hier vertretenen Auffassung schon deshalb nicht zuzustimmen, weil sich beide Unternehmen ohnehin nicht zwingend bei der Vereinbarung des Umtauschverhältnisses an einer Ertragswertrelation orientieren mussten (vgl. oben II. am Ende).

### **C. Grenzüberschreitende Umstrukturierung nach „Sevic“**

#### **I. Die Sevic-Entscheidung des EuGH vom 13.12.2005**

Bei einer grenzüberschreitenden Unternehmenszusammenführung unter Beteiligung einer deutschen Gesellschaft kam bislang eine Verschmelzung im rechtstechnischen Sinne unter Auflösung des übertragenen Rechtsträgers nicht in Betracht. Die Zulässigkeit einer grenzüberschreitenden Verschmelzung unter Beteiligung ausländischer Gesellschaften wurde in Deutschland bislang unter Hinweis auf § 1 Abs. 1 UmwG abgelehnt. Danach ist die Umwandlung nur für Rechtsträger „mit Sitz im Inland“ zugelassen, eine „Herein“-Verschmelzung nach dem UmwG also ebenso wenig möglich wie eine „Heraus“-Verschmelzung.<sup>15</sup> Dementsprechend lehnte das AG Neuwied im Fall der Verschmelzung der SFC SA, Luxembourg, auf die deutsche Sevic AG die Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der Sevic-AG ab. Das LG Koblenz legte als Beschwerdegericht die Angelegenheit dem EuGH zur Beurteilung vor, ob die Versagung der grenzüberschreitenden Verschmelzung nach deutschem Recht einen Verstoß gegen die Niederlassungsfreiheit gemäß Artikel 43, 48 EG-Vertrag darstelle<sup>16</sup>. Der EuGH hat diese Frage mit Urteil vom 13.12.2005 bejaht<sup>17</sup>. Die Niederlassungsfreiheit wird in Übereinstimmung mit den Ausführungen des Generalanwalts

<sup>12</sup> Näher *Decher*, FS Lutter (Fn. 7), S. 1209, 1216 f.

<sup>13</sup> LG Stuttgart, Beschl. v. 4. August 2006 – 32 AktE 3/99 (noch nicht veröffentlicht).

<sup>14</sup> Vgl. die Nachweise in Fn. 8.

<sup>15</sup> Vgl. zur bisherigen Rechtslage etwa *J. Hoffmann*, NZG 1999, 1077; *Lutter/Drygala*, UmwG (Fn. 8), § 1 Rn. 5 ff.

<sup>16</sup> LG Koblenz, Beschl. v. 16. 9. 2003 – 4 HK T 1/03, ZIP 2003, 2210 f.

<sup>17</sup> EuGH, Urt. v. 13. 12. 2005 – RS. C-411/03, „Sevic“, Slg. 2005, I-10805, Der Konzern 2006, 66.

Tizzano in seinen Schlußanträgen<sup>18</sup> weit verstanden. Der Niederlassungsfreiheit der Luxemburgischen SFC SA ließ sich auch nicht entgegenhalten, dass diese durch die Verschmelzung aufgelöst werde; hierdurch würden, wie der Generalanwalt Tizzano ausgeführt hatte, Folgen und Ursachen vermengt.<sup>19</sup> Der generelle Ausschluss der grenzüberschreitenden Verschmelzung lässt sich auch nicht zwingende Gründe des Allgemeinwohls (Interessen der Gläubiger, Minderheitsaktionäre, Arbeitnehmer, einer wirksamen Steueraufsicht unter Lauterkeit des Handelsverkehrs) rechtfertigen.

## II. Konsequenzen der Sevic-Entscheidung

Der Sevic-Fall betraf eine Verschmelzung nach Deutschland („*inbound*“). Nicht entschieden wurde vom EuGH die Frage der Zulässigkeit einer Verschmelzung über die Grenze („*outbound*“). Der Generalanwalt hatte insoweit für eine unterschiedslose Zulässigkeit der *inbound* und der *outbound* Verschmelzung plädiert. Eine unterschiedliche Behandlung wird man auch nur schwer rechtfertigen können.<sup>20</sup> Insbesondere dürfte die Daily Mail-Entscheidung des EuGH<sup>21</sup> der Zulässigkeit einer *outbound* Verschmelzung nicht entgegenstehen.

Konsequenz der Sevic-Entscheidung ist die Zulässigkeit der grenzüberschreitenden Verschmelzung für alle Kapitalgesellschaften (also auch GmbH, KGaA, SE), aber auch für Personenhandelsgesellschaften und für ausländische Gesellschaften mit Sitz im Inland<sup>22</sup>. Eine endgültige Klärung dürfte insoweit die auf den Vorlagebeschluss des ungarischen Regionalgerichts Szeed vom 20. 4. 2006<sup>23</sup> ausstehende Entscheidung des EuGH bringen, in der es um die mitgliedstaatliche Sitzverlegung einer ungarischen Personengesellschaft geht.<sup>24</sup> Die Schwierigkeiten, die gerade letztere, im Anschluss an die Entscheidungen Centros, Überseering und Inspire Art<sup>25</sup> zulässigen Gesellschaften bei einer Verschmelzung nach den Grundsätzen der Sevic-Entscheidung haben können, zeigt allerdings ein Fall des OLG München. Der Senat lehnte eine konstitutive Eintragung der Verschmelzung einer deutschen GmbH auf

---

<sup>18</sup> Vgl. EuGH, Schlussanträge des Generalanwalts A. Tizzano v. 7. 7.2005 – RS. C-411/03, „Sevic“, Der Konzern 2005, 513, 515 f.

<sup>19</sup> Vgl. EuGH, Schlussanträge des Generalanwalts A. Tizzano v. 7. 7.2005 – RS. C-411/03, „Sevic“, Der Konzern 2005, 513, 515, Rn. 27 a.E.

<sup>20</sup> Bayer/Schmidt, ZIP 2006, 210, 211; M. Doralt, IPRax 2006, 572, 576; Spahlinger/Wegen, NZG 2006, 721, 724; Teichmann, ZIP 2006, 355, 357; abweichend Kindler, Der Konzern 2006, ■; Oechsler, NJW 2006, 812, 813.

<sup>21</sup> EuGH, Urt. v. 27. 9. 1988 – RS. C-81/ 87, „Daily Mail“, Slg. 1988, 5483, Rn. 16.

<sup>22</sup> EuGH, Urt. v. 13. 12. 2005 – RS. C-411/03, „Sevic“, Slg. 2005, I-10805, Der Konzern 2006, 66.

<sup>23</sup> Az. des EuGH: RS. C-210/06, Amtsblatt der Europäischen Union, 2006 C 156/17 f.

<sup>24</sup> Regionalgericht Szeed, EwIR 2006, 459 f.

<sup>25</sup> EuGH, Urt. v. 9. 3. 1999 – RS. C-212/97, „Centros“, Slg. 1999, I-01459; EuGH, Urt. v. 5. 11. 2002 – RS. C-208/00, „Überseering“, Slg. 2002 I-9919; EuGH, Urt. v. 30. 9.2003 – RS. C-167/01, „Inspire Art“, Slg. 2003, I-10155, Der Konzern 2003, 755.

eine englische Private Limited mit Zweigniederlassung in Deutschland im Rahmen der Zweigniederlassung in Deutschland ab.<sup>26</sup>

In Konsequenz der Sevic-Entscheidung des EuGH wird man auch die grenzüberschreitende Spaltung für zulässig halten müssen. Es handelt sich ebenfalls um eine von der Niederlassungsfreiheit erfasste Tätigkeit.<sup>27</sup>

Weniger eindeutig ist die Beurteilung des grenzüberschreitenden Formwechsels. Während die Zulässigkeit eines Formwechsels ins Inland bejaht wird,<sup>28</sup> wird die Zulässigkeit eines Formwechsels ins Ausland häufig unter Hinweis auf die Daily Mail Entscheidung des EuGH<sup>29</sup> sowie den Umstand verneint, dass sich die beschränkende Wirkung nicht für eine Gesellschaft mit Sitz in einem Dritt-Gemeinschaftsstaat ergebe.<sup>30</sup> Für die Praxis wäre allerdings eine solche Differenzierung unbefriedigend; wünschenswert wäre eine generelle Zulassung eines grenzüberschreitenden Formwechsels.<sup>31</sup>

### III. Praktische Bedeutung einer „Sevic“-Umwandlung

Auch wenn die Sevic-Entscheidung des EuGH zweifellos ein Meilenstein in der Rechtsprechung des EuGH ist, wird eine grenzüberschreitende Umwandlung unter Berufung auf die Grundsätze der Sevic-Entscheidung in der Praxis voraussichtlich nur begrenzte Bedeutung erlangen. Dies liegt daran, dass die Sevic-Entscheidung keine Vorgaben für die technische Umsetzung einer grenzüberschreitenden Verschmelzung gegeben hat. Es fehlt demnach ein klares Normenset für die Beteiligten, die auf eine Abstimmung mit den nationalen Behörden angewiesen sind. Insoweit sind dann unerfreuliche Überraschungen vorprogrammiert. Denn nach der herrschenden Vereinigungstheorie<sup>32</sup> sind Voraussetzungen, Verfahren und Wirkungen für jede der beteiligten Gesellschaften nach ihrem Gesellschaftsstatut zu beurteilen. Man hat es daher im Fall einer Verschmelzung von zwei Rechtsträgern mit zwei nationalen Behörden zu tun, deren Rechtsregeln für eine Verschmelzung aufeinander abgestimmt

---

<sup>26</sup> OLG München, Beschl. v. 2. 5. 2006 – 31 Wx 9/06, GmbHR 2006, 600; zustimmend *Wachter*, GmbHR 2006, 601, 603; kritisch *M. Doralt*, IPRax 2006, 572, 578.

<sup>27</sup> *M. Doralt*, IPRax 2006, 572, 576; *Geyhalter/Weber*, DStR 2006, 146, 150; *Kuntz*, IStR 2006, 224, 225f.; *Siems*, EuZW 2006, 135, 139; *Spahlinger/Wegen*, NZG 2006, 721, 725.

<sup>28</sup> *Spahlinger/Wegen*, NZG 2006, 721, 727.

<sup>29</sup> *Kuntz*, IStR 2006, 224, 226; *Spahlinger/Wegen*, NZG 2006, 721, 727.

<sup>30</sup> *Kindler*, in: MünchKomm-BGB, 4. Aufl. 2006, Internationales Gesellschaftsrecht Rn. 831 f.; *Siems*, EuZW 2006, 135, 139.

<sup>31</sup> Dafür bereits de lege lata vgl. *Behrens*, JBl 2001, 341, 345; *M. Doralt*, IPRax 2006, 572, 576; *Geyhalter/Weber*, DStR 2006, 146, 150.

<sup>32</sup> *Großfeld*, in: Staudinger, Internationales Gesellschaftsrecht, 13. Aufl. 1998, Rn. 683; *Kindler*, in MünchKomm-BGB (Fn 30), Rn. 848, 853; abweichend OGH Wien, Urt. v. 20. 3. 2003, ZIP 2003, 1086.

werden müssen. Im Fall einer gleichzeitigen Verschmelzung einer Vielzahl von inländischen Tochtergesellschaften auf eine Gesellschaft – etwa bei einer grundlegenden Vereinfachung der Konzernstruktur eines EU-weit tätigen Unternehmens – würde sich der Aufwand potenzieren. Wegen der damit verbundenen Unsicherheiten wird sich eine Verschmelzung nach den Grundsätzen der Sevic-Entscheidung jedenfalls für den Zusammenabschluss von unabhängigen börsennotierten Gesellschaften in der Praxis nicht empfehlen. Auch bei konzerninternen Umstrukturierungen wird man eine Verschmelzung zwischen Kapitalgesellschaften nur mit Gesellschaften aus liberalen Rechtsordnungen empfehlen können. Beispielsweise kann eine Verschmelzung einer österreichischen Gesellschaft auf eine deutsche Kapitalgesellschaft angesichts mehrerer Vorbilder hinreichend sicher durchgeführt werden,<sup>33</sup> während zur Zeit in den Niederlanden trotz eines ersten positiven Beispiels noch einige kollisionsrechtliche Schwierigkeiten bestehen.<sup>34</sup>

Für die grenzüberschreitende Spaltung besteht zur Zeit keine Alternative zur Spaltung nach den Sevic-Grundsätzen; eine gesetzliche Regelung ist mangels vorhandener EU-Richtlinien auch nicht kurzfristig zu erwarten. Ebenso wird man für die grenzüberschreitende Umstrukturierung unter Beteiligung von Personenhandelsgesellschaften, für die ebenfalls keine gesetzliche Regelung zu erwarten ist, ein Vorgehen nach den Sevic-Grundsätzen erwägen können. Hier gibt es aber auch Alternativen, wie z.B. die Anwachsung.<sup>35</sup> Letztlich werden grenzüberschreitende Sevic-Umstrukturierungen daher seltene Ausnahmefälle bleiben.

#### **D. Die Zukunft der traditionellen Strukturen**

Trotz mancher Probleme, die die traditionellen Strukturen insbesondere mit Blick auf den schwer vorhersehbaren Preis für die „letzten 25%“ der Aktien einer deutschen AG bei Übernahme durch eine ausländische AG (oben B.I) und Übernahme durch eine NewCo (oben B.III) mit sich bringen, werden diese traditionellen Strukturen einer grenzüberschreitenden Unternehmenszusammenführung auch in Zukunft erhebliche praktische Bedeutung behalten. Sie bleiben ohne Alternative im Fall einer Zusammenführung mit einer ausländischen Gesellschaft außerhalb der EU. Denn nur für EU-Gesellschaften bieten sich die neuen Alternativen einer Umstrukturierung nach Sevic, einer SE-Verschmelzung und einer EU-Verschmelzung.

Aber auch im EU-Kontext weisen die traditionellen Strukturen gegenüber den neuen Möglichkeiten erhebliche Vorteile auf. Bei einer Übernahme durch eine ausländische Gesellschaft wird der in Artikel 12 SE-Verordnung und Artikel 16 Verschmelzungsrichtlinie angelegte Export der deutschen Mitbestimmung vermieden; auch wenn sich

---

<sup>33</sup> Näher *M. Doralt*, IPRax 2006, 572, 577.

<sup>34</sup> Vgl. den Praxisbericht von *Gesell/Krömker*, DB 2006, 2558.

<sup>35</sup> *Spahlinger/Wegen*, NZG 2006, 721, 728.

die Mitbestimmung aus deutschen Sicht insgesamt bewährt hat, wird sie doch von ausländischen Unternehmen nach wie vor außerordentlich kritisch gesehen. Zur Vermeidung der Mitbestimmung wird diskutiert, ob durch mitbestimmungsfreie Treuhänder eine NewCo SE gegründet werden kann, die parallele Umtauschangebote für die deutsche AG und die ausländische Gesellschaft unterbreitet.<sup>36</sup> Dieses Modell wäre eine Abwandlung des bislang bekannten NewCo-Modells (oben B.III) unter Nutzung der SE. Es wird sich zeigen, ob sich dies Modell in der Praxis durchsetzen kann.

Ein weiterer wesentlicher Vorteil der traditionellen Strukturen gegenüber der SE-Verschmelzung und der künftigen EU-Verschmelzung ist bei einem Umtauschangebot gegen Aktien, dass eine Barabfindung nur derjenigen deutschen Aktionären erforderlich wird, die das Angebot nicht angenommen haben, und dies auch nur dann, wenn in einem zweiten Schritt eine Verschmelzung, ein Beherrschungsvertrag oder ein Squeeze-out erfolgt. Dagegen löst eine grenzüberschreitende Verschmelzung in eine SE oder demnächst auch in eine ausländische EU-Gesellschaft ein Recht sämtlicher Aktionäre der deutschen AG auf Barabfindung aus, auch wenn die Aktien der übernehmenden Gesellschaft börsennotiert sind, vgl. § 7 Abs. 1 S. 1 SEAG bzw. § 122i Abs. 1 S. 1 UmwG-E<sup>37</sup>. Daran werden als Umtauschangebot gegen Aktien konzipierte grenzüberschreitende Verschmelzungen vielfach scheitern.<sup>38</sup> Hinzu kommt, dass die Barabfindung entweder in einem Spruchverfahren überprüft werden kann, mit der Folge, dass die Höhe der zu zahlenden Barabfindung angesichts der Unsicherheiten einer Unternehmensbewertung kaum vorhersehbar ist. Oder die Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft akzeptieren eine solche Sonderbehandlung der deutschen Aktionäre nicht und es ist ein Spruchverfahren ausgeschlossen, vgl. § 6 Abs. 4 SEAG bzw. § 122i Abs. 2 UmwG-E. In diesem Fall können aber Bewertungsrügen im Wege der Anfechtungsklage geltend gemacht werden, mit der Folge mangelnder Transaktionssicherheit. Beide Alternativen werden häufig als ein Segeln zwischen Skylla und Charybdis erscheinen.<sup>39</sup>

Es ist daher zu erwarten, dass die traditionellen Strukturen auch weiterhin grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse dominieren werden. Lediglich in einem zweiten Schritt wird in Zukunft eine grenzüberschreitende Verschmelzung nach erfolgreichem Übernahmeangebot die bislang allein mögliche nationale Verschmelzung ersetzen. Bei einem derartigen kombinierten Modell von Umtauschangebot und nach-

---

<sup>36</sup> Vgl. *Wollburg/Banerjea*, ZIP 2005, 277, 283.

<sup>37</sup> BT-Drucksache 16/2919, Entwurf eines zweiten Gesetzes zur Änderung des Umwandlungsgesetzes.

<sup>38</sup> Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins Nr. 47/06 durch den Handelsrechtsausschuss zum Regierungsentwurf eines 2. Gesetzes zur Änderung des Umwandlungsgesetzes, NZG 2006, 737, 741; *Bayer/Schmidt*, NZG 2006, 841, 843; *dieselben*, NJW 2006, 401, 405.

<sup>39</sup> Vgl. auch *Bayer/Schmidt*, NZG 2006, 841, 843.

folgender Verschmelzung wird die Problematik einer Barabfindung auf diejenigen Aktionäre reduziert, die das Umtauschangebot nicht angenommen haben.

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn                    Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2      Axel Nawrath                     Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3      Michael Senger                    Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4      Georg Dreyling                    Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5      Matthias Berger                   Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6      Felicitas Linden                   Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7      Michael Findeisen                 Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8      Regina Nößner                    Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9      Franklin R. Edwards               The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10     Ashley Kovas                     Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11     Marcia L. MacHarg                 Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany  
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung  
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern  
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht  
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem  
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für  
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz  
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen  
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments  
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy  
Regulatory Architecture  
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents  
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,  
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus  
Regulatory Competition  
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the  
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/  
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single  
Financial Market  
(publ. in: Corss Border Banking: Regulatory Challenges,  
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman  
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing  
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT