

## TOP-THEMA

## BVerfG bereichert Diskurs um „wahren“ Wert eines Unternehmens

**BÖRSENKURS IST NICHT IMMER MASSGEBLICH** — Das **Bundesverfassungsgericht** (BVerfG) hat einen weiteren Richterspruch zum Umtauschverhältnis und zur Barabfindung nach Zwangsübertragung von Aktien geliefert und bereichert nur wenige Monate nach der **Stollwerck**-Entscheidung des **BGH** (siehe PLATOW Recht v. 6.8.10) den Diskurs um die Ermittlung des „wahren“ Werts eines Unternehmens (Az.: 1 BvR 2323/07).

Seit der **DAT/Altana**-Entscheidung des BVerfG im Jahr 1999 ist bei der Bestimmung des Unternehmenswerts neben dem Ertragswert auch der Börsenkurs zu berücksichtigen. Dieser soll grundsätzlich stets die Untergrenze für die Bewertung eines Rechtsträgers darstellen. „Das BVerfG schützt mit diesem Grundsatz das Recht eines Aktionärs, seine Aktien jederzeit zum aktuellen Börsenkurs verkaufen zu können“, erläutert **Madeleine Zipperle**, Rechtsanwältin bei der Anwaltssozietät **Heuking Kühn Lüer Wojtek**.

Im zu entscheidenden Fall ging es um die Verschmelzung zweier börsennotierter Gesellschaften, wobei der Börsenkurs des übernehmenden Rechtsträgers deutlich unter seinem Ertragswert lag. Im Verschmelzungsvertrag wurde auf Basis dieses höheren Werts ein Umtauschverhältnis von 1:3 festgelegt. „Hätte man den niedrigeren Börsenwert herangezogen und zu Gunsten der Minderheitsaktionäre gerundet, wäre man zu einem Verhältnis von 1:5 gekommen“, rechnet die Kölner Expertin für Kapitalmarktrecht vor. „Diesen Schnitt hätte der Beschwerdeführer gerne für sich durchgesetzt, scheiterte damit jedoch vor allen Instanzen“.

Der niedrige Kurs beruhe auf einer Ineffizienz des Kapitalmarktes und könne daher unberücksichtigt bleiben, entschieden LG und OLG und wiesen das Anliegen des Minderheitsaktionärs zurück. Das BVerfG nahm die hiergegen gerichtete Verfassungsbeschwerde mit der Begründung, es sei verfassungsrechtlich bereits nicht geboten, den Börsenkurs der übernehmenden Gesellschaft zwingend als Obergrenze für deren Bewertung anzusehen, nicht zur Entscheidung an. Bei schlechter Verfassung des Kapitalmarkts verbiete es zudem auch das Grundgesetz nicht, ein Unternehmen ausnahmsweise ungeachtet seines Börsenkurses zu bewerten. Zipperle erläutert dazu: „Das BVerfG wendet sich gegen eine Ausweitung seiner Rechtsprechung – es hatte nie beabsichtigt, einem Aktionär der Tochter das Recht einzuräumen, eine Aktie der Mutter zu einem bestimmten Kurs zu erwerben.“ ■

## Commerzbank vertraut bei Kapitalmaßnahmen auf Hengeler

**RÜCKFÜHRUNG DER STILLEN EINLAGEN DES SOFFIN** — Die **Commerzbank** hat am Mittwoch bekanntgegeben, dass sie die

Stillen Einlagen des **Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung** (SoFFin) in Höhe von 16,2 Mrd. Euro bis Juni 2011 um rund 14,3 Mrd. Euro zurückführen und damit weitgehend ablösen will (siehe PLATOW Brief v. 8.4.11). Hierzu ist ein Maßnahmenpaket vorgesehen.

Die rechtliche Beratung der Commerzbank bei den Kapitalmaßnahmen übernimmt **Hengeler Mueller** unter Federführung des Frankfurter Partners **Wolfgang Groß** (Gesellschafts-/Kapitalmarktrecht). Inhouse bei der Commerzbank berät zudem ein Inhouse-Team um Chefsyndikus **Günter Hugger**. Die Anwaltssozietät **Hogan Lovells** wiederum begleitet den SoFFin. Die Leitung des Teams liegt dort in den Händen von Partner **Michael Schlitt** (Kapitalmarktrecht, Frankfurt). Inhouse beim SoFFin sind zudem **Bernd Giersberg** und **Eva Bauer** involviert.

In einem ersten Schritt sollen im Wege eines Erwerbsangebots mit einem parallelen Bookbuilding-Verfahren CoMEN genannte bedingte Pflichtumtauschanleihen platziert werden. Die CoMEN sollen nach der Hauptversammlung im Mai 2011 nach Eintritt bestimmter Bedingungen in Commerzbank-Aktien getauscht werden. Die dafür erforderlichen neuen Aktien sollen aus einem neuen Bedingten Kapital durch Wandlung Stillen Einlagen des SoFFin entstehen. Der SoFFin erhält im Gegenzug den Bruttoerlös aus der Platzierung der CoMEN. Zur Beibehaltung seines Anteils in Höhe von 25% plus 1 Aktie wandelt der SoFFin anschließend zusätzliche Stille Einlagen in Aktien.

Als zweiter Schritt ist eine Bezugsrechtskapitalerhöhung vorgesehen. Sie soll bis Anfang Juni durchgeführt werden. Zur Beibehaltung des Anteils in Höhe von 25% plus 1 Aktie bringt der SoFFin dabei Stille Einlagen ein. Insgesamt sollen durch die Kapitalmaßnahmen Stille Einlagen des SoFFin in Höhe von 11 Mrd. Euro abgelöst und in gleicher Höhe durch Aktienkapital (Equity-Tier-1-Kapital) ersetzt werden. Weitere Stille Einlagen des SoFFin in Höhe von 3,27 Mrd. Euro sollen aus freiem regulatorischem Kapital zurückgeführt werden.

Ein internationales Bankenconsortium hat sich unter marktüblichen Bedingungen verpflichtet, den am Kapitalmarkt angestrebten Emissionserlös in Höhe von rund 8,25 Mrd. Euro zu garantieren; vorausgesetzt ist dabei, dass sich der SoFFin wie vorgesehen an der Gesamttransaktion beteiligt. Das Bankenconsortium wird von den Globalen Koordinatoren Commerzbank, **Deutsche Bank**, **J.P. Morgan** und **Citi** geführt. ■

## Eurex baut Beteiligung an Energiebörse EEX aus

**SHEARMAN & STERLING BERÄT** — Die internationale Anwaltssozietät **Shearman & Sterling** hat die **Eurex Zürich** beim Ausbau ihrer Beteiligung an der **European Energy Exchange** (EEX) beraten. Die Federführung lag beim Frankfurter Partner **Roger Kiem** (M&A). Bereits Ende 2010 hatte die Eurex mit der **Landesbank Baden-Württemberg** (LBBW) vereinbart, Anteile der LBBW an der EEX von bis zu 22,96% zu übernehmen. Am 31.3.11 hatte nun auch der Aufsichtsrat der EEX der Übertragung aller bisher von der LBBW gehaltenen Anteile an die ▶