

---

# Preisfindung und Stabilisierungsmaßnahmen bei Aktienemissionen

Dr. jur. Kay-Michael Schanz



**LIGHTHOUSE**  
CORPORATE FINANCE GMBH

Bahnhofstraße 7  
D – 61476 Kronberg

Tel.: 06173 / 70 28 60  
Mobil: 0172 / 67 63 222  
Fax: 06173 / 70 28 30  
[info@licofi.de](mailto:info@licofi.de)  
[www.licofi.de](http://www.licofi.de)

---

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Festpreismodell</b>	<b>3</b>
2.1	Ablauf	3
2.2	Vor- und Nachteile	4
2.3	Praktische Bedeutung bei Kapitalerhöhungen	4
<b>3</b>	<b>Bookbuilding</b>	<b>5</b>
3.1	Praktische Bedeutung	5
3.2	Verfahren	5
3.3	Vorteile	7
<b>4</b>	<b>Auktionsverfahren</b>	<b>8</b>
<b>5</b>	<b>Rechtsfragen der Preisfestsetzung</b>	<b>9</b>
5.1	Preisfestsetzungskompetenz	9
5.2	Preisuntergrenze	10
<b>6</b>	<b>Zuteilung und Verpflichtungen</b>	<b>11</b>
<b>7</b>	<b>Angebotsänderungen</b>	<b>13</b>
<b>8</b>	<b>Greenshoe</b>	<b>14</b>
8.1	Funktionsweise	14
8.2	Rechtsfragen	16
8.3	Aktionäre als Stillhalter des Greenshoe	16
8.4	Gesellschaft als Stillhalter des Greenshoe	16

---

# 1 Einleitung

Der wohl wesentlichste Faktor für den Erfolg der Platzierung von Aktien ist die Festsetzung des richtigen Emissionspreises. Dieser basiert zwar zumindest bei der erstmaligen Einführung einer Aktie immer und ganz wesentlich auf einer fundamentalen Unternehmensanalyse und -bewertung nach den hierfür mehr oder weniger etablierten Bewertungsmethoden<sup>1</sup>. Bei der tatsächlichen Festsetzung des Preises kommen aber regelmäßig strategische Überlegungen hinzu, um den Kauf der Aktie für den Investor attraktiv zu gestalten.

Für die Preisfindung selbst gibt es zwei unterschiedliche Ansätze, das Festpreis- und das Bookbuilding-Verfahren. Letzteres hat in den vergangenen Jahren mit der verstärkten Internationalisierung und Professionalisierung des Emissionsgeschehens in Deutschland nach angelsächsischem Vorbild zunehmende Bedeutung erlangt.

## 2 Festpreismodell

### 2.1 Ablauf

Beim Festpreisverfahren bietet das Konsortium die Aktien zu einem vorgegebenen festen Preis an<sup>2</sup>, der auf der Basis einer Unternehmensanalyse unter Berücksichtigung der Börsenbewertung vergleichbarer Gesellschaften und der allgemeinen Marktlage zwischen Banken und Emittent bzw. Altaktionären festgesetzt wurde. Wenngleich in diesem Zusammenhang der Konsortialführer oder auch andere fürs Konsortium vorgesehene Banken gelegentlich Vorgespräche mit einigen wichtigen Investoren über die Attraktivität der Aktie und einen angemessenen Preis bzw. ein angemessenes Kurs-/Gewinn-Verhältnis führen, kommt der Markt regelmäßig erst nach der Festsetzung des Emissionspreises zum Zuge. Da die tatsächliche Nachfrage und Einschätzung der Aktie durch die Investoren bei dieser Methode somit nicht richtig erfaßt wird, bleiben sie im wesentlichen unberücksichtigt, was zu Fehleinschätzungen der Banken bei der Preisfestsetzung führen kann.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu K. Schanz, Börseneinführung, S. 223 ff. m.w.N. Bei Kapitalerhöhungen erübrigen sich fundamentale Analysen des Unternehmens, da allein der Börsenkurs der bereits notierten Aktie Maßstab für die Attraktivität der angebotenen neuen Aktien ist. Dies gilt grundsätzlich auch bei Umplatzierungen von Aktien, d.h. dem Verkauf von Paketen. Hier können sich aber Besonderheiten ergeben, insbesondere wenn das Paket in Relation zu den umlaufenden Aktien („free float“) groß ist. In einem solchen Fall werden - insbesondere bei der Platzierung großer Tranchen und einer professionellen Vermarktung - sicherlich Vergleichswerte wie KGV, Dividendenrendite, aber auch innere Werte eine Rolle spielen.

<sup>2</sup> Genau genommen wird das Publikum im Wege der invitatio ad offerendum aufgefordert, Angebote abzugeben, die dann mit einer Zuteilung durch die Banken angenommen werden.

<sup>3</sup> U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/165.

## 2.2 Vor- und Nachteile

Im Falle der festen Übernahme<sup>1</sup> hat das Festpreisverfahren für den Emittenten bzw. die abgebenden Aktionäre den Vorteil der frühzeitigen Kenntnis des konkreten Emissionserlöses. Dabei trägt das Konsortium aber das volle Risiko und wird bei der Übernahme im Interesse der eigenen Absicherung regelmäßig zu einem Abschlag vom eigentlich für angemessen gehaltenen Kurs tendieren. Aufgrund des hohen Risikos, nicht den „richtigen“ Emissionspreis festzusetzen, ist bei diesem Preisfindungsmechanismus für den Emittenten bzw. die Altaktionäre eine Maximierung des Emissionserlöses kaum möglich.<sup>2</sup> Auch führt die nur bedingt marktorientierte Preisgestaltung zu der Gefahr, dass die Konsortialbanken nicht alle fest übernommenen Aktien absetzen können und nach Abschluß der „offiziellen“ Platzierung ihre Bestände infolge der latent gegebenen Abgabebereitschaft auf den Börsenkurs drücken. Umgekehrt kann der Preis so niedrig festgesetzt worden sein, dass eine Zuteilung erforderlich ist, was nicht nur für die ganz oder teilweise leer ausgehenden Interessenten unbefriedigend ist, sondern auch für den Emittenten. Das Ergebnis ist eine Gefährdung einer stabilen, möglichst nach oben gerichteten Kursentwicklung, wahrscheinlicher ist vielmehr ein hohes Maß an Volatilität.

## 2.3 Praktische Bedeutung bei Kapitalerhöhungen

Trotz der genannten Nachteile des Festpreisverfahrens ist dieses bei Plazierungen von Aktien aus Kapitalerhöhungen deutscher bereits börsennotierter Unternehmen, bei denen das Bezugsrecht der Altaktionäre aus § 186 I 1 AktG nicht ausgeschlossen wurde, weiterhin die einzig praktizierte Methode zur Festsetzung des Bezugspreises für die jungen Aktien. Dieses findet seine aktienrechtliche Begründung im Bezugsrecht der Altaktionäre sowie in § 186 II AktG, wonach der Vorstand im Bezugsangebot einen genau bezifferten Kurs angeben muß.<sup>3</sup> Die Vorgabe einer Preisspanne, wie sie im Bookbuilding-Verfahren üblich ist, erfüllt diese Anforderungen nicht.<sup>4</sup>

Nach § 186 I 2 AktG ist den Aktionären mindestens eine Frist von zwei Wochen für die Ausübung des Bezugsrechts ab der Zeichnung der Aktien einzuräumen. Die Banken, die die Aktien zeichnen und fest übernehmen (müssen), laufen deshalb während der mindestens zweiwöchigen Frist des Bezugsrechtshandels ein erhebliches Risiko, dass sich der Kurs verschlechtert und die Aktien nur unter ihrem Übernahmepreis abzusetzen sind. Dieses Risiko suchen sie dadurch zu minimieren, dass sie bei der

---

<sup>1</sup> Zu Formen der Übernahme vgl. K. Schanz, Börseneinführung, S. 276 f.

<sup>2</sup> Nach R. Lang, Internationales Emissionsgeschäft, S. 92, versuchen die Banken, in ihren Preisverhandlungen mit den Emittenten, auch in ihrem eigenen Interesse, in erster Linie die Position der Anleger zu vertreten.

Möglich ist allenfalls die Nutzung des Wettbewerbs zwischen den Banken, wenn diese sich nämlich in die Position des Konsortialführers „einkaufen“ wollen. Die Wahrscheinlichkeit, dass dies gelingt, dürfte aber in jedem Fall mit wachsendem Volumen der Emission abnehmen. Außerdem besteht bei einer solchen Strategie zwar zunächst einmal für den Emittenten die Möglichkeit der Erzielung eines übertrieben hohen Emissionserlöses, gleichzeitig aber auch die massive Gefahr des Absturzes des Kurses unmittelbar nach Platzierung, was sich für die Reputation des Unternehmens und spätere Kapitalerhöhungen negativ auswirken wird.

<sup>3</sup> M. Lutter, Kölner Kommentar zum AktG, § 186 Rdnr. 46, H. Wiedemann, Großkommentar zum AktG § 186 Rdnr. 99, § 182, Rdnr. 61 ff.

<sup>4</sup> U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/165.

Festsetzung des Zeichnungspreises einen Abschlag vom aktuellen Börsenkurs bieten, der in Abhängigkeit von der Volatilität des Papiers und des Marktes zwischen 15 und 20 Prozent beträgt. Die Folge sind entsprechende Mindereinnahmen des Emittenten.<sup>1</sup>

Vor dem Hintergrund dieser Problematik wird bei einer erstmaligen Börseneinführung unter Verwendung einer Kapitalerhöhung das Bezugsrecht der Altaktionäre regelmäßig ausgeschlossen. Die jungen Aktien werden von den Banken dann zum Nennwert unter Übernahme einer Mehrerlösabführungsverpflichtung gezeichnet, so dass im Rahmen der Preisfestsetzung ein höheres Maß an Flexibilität und Reaktionsmöglichkeiten auf Marktveränderungen erzielt werden.

### **3 Bookbuilding**

#### **3.1 Praktische Bedeutung**

Vor dem Hintergrund der vorgenannten Probleme des Festpreisverfahrens hat sich nunmehr auch bei der Platzierung von Aktien deutscher Emittenten im Zusammenhang mit deren Börseneinführung, bei Umplatzierungen von Paketen sowie Kapitalerhöhungen unter Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre das Bookbuilding-Verfahren durchgesetzt. Das Festpreisverfahren wurde so weitgehend verdrängt<sup>2</sup> und wird fast nur noch bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht und kleinen Plazierungen angewandt, bei denen die Aktien in erster Linie bei Privatinvestoren untergebracht werden sollen und institutionelle Anleger keine Rolle spielen.<sup>3</sup> Grundsätzlich denkbar sind aber auch Kombinationen von Bookbuilding und Festpreisverfahren, z.B. wenn der Emittent sowohl private als auch - und zwar ganz gezielt - institutionelle Investoren ansprechen möchte.

#### **3.2 Verfahren**

Wesentlicher Unterschied des Bookbuilding-Verfahrens zum Festpreisverfahren ist in erster Linie die Einbeziehung der Investoren in den Preisfindungsprozeß und dessen enge Verzahnung mit den Marketingaktivitäten. Dabei wird wie beim Festpreisverfahren unter besonderer Berücksichtigung vergleichbarer Börsenwerte im Falle einer

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch das praktische Beispiel der Platzierung von Lufthansa-Inhaberaktien im September 1994 bei T. Hein, WM 1996, S. 1, 2.

<sup>2</sup> Im Jahre 1994 wurde das Bookbuilding-Verfahren erstmals in Deutschland im Zusammenhang mit Umplatzierungen von Aktien (Buderus, Daimler-Benz und Lufthansa) angewandt. Von den dreizehn Börseneinführungen in diesem Jahre wurde aber noch keine auf diesem Wege durchgeführt. Demgegenüber kam die Bookbuilding-Methode 1995 und 1996 bereits bei elf von zwanzig bzw. neun von dreizehn Emissionen zum Einsatz, wobei das hiervon betroffene Emissionsvolumen jeweils über 90 Prozent des Gesamtvolumens lag. U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/164. Die Vergleichszahlen für die Jahre 1997 bis 1999 reflektieren eine weiter gestiegene Bedeutung.

<sup>3</sup> Nach W. Schürmann/K. Körfgan, Familienunternehmen auf dem Weg zur Börse, S. 234 sollte das Bookbuilding-Verfahren nur in Erwägung gezogen werden, wenn das Emissionsvolumina über DM 80-100 Mio liegt und in erster Linie institutionelle Anleger angesprochen werden sollen. Für kleinere Emissionen oder bei einer Ausrichtung auf Privatanleger wird dagegen das Festpreisverfahren präferiert. Seit dem Erfolg des Neuen Marktes wird das Bookbuilding-Verfahren im Regelfall aber auch bei deutlich kleineren Emissionen praktiziert.

Börseneinführung zunächst eine Unternehmensbewertung erstellt<sup>1</sup>, während bei Umplatzierungen und Kapitalerhöhungen unter Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre eine bereits bestehende Börsennotierung maßgebliches Gewicht hat. Hiermit verbunden ist die Erstellung von Unternehmensanalysen durch die Research-Abteilungen der Konsortialbanken.

Nach der Fertigstellung der Analysen, aber noch vor Veröffentlichung des eigentlichen Angebots werden vom Konsortialführer und - je nach Volumen der Emission auch - von den übrigen Konsortialbanken im Rahmen einer sogenannten Pre-Marketing-Phase wichtige institutionelle Anleger angesprochen, die dann auf Basis der Unternehmensanalysen der Banken und ihrer eigenen Bewertungen ihre Preiseinschätzungen abgeben. Diese wiederum bilden die Grundlage für eine Preisspanne von 10 bis 20 Prozent, die die Konsortialführung in die Aufforderung zur Zeichnung aufnimmt.

Diesem interaktiven Prozeß mit institutionellen Marktteilnehmern folgen in einer zweiten Phase die Präsentationsveranstaltungen der Road Show, in deren Anschluß Investoren Gelegenheit haben, während der sogenannten Bookbuilding-Periode bei den Konsortialbanken Gebote innerhalb der vorgegebenen Preisspanne abzugeben. Die Dauer der Bookbuilding-Phase beträgt zwischen zwei und zehn Arbeitstagen.<sup>2</sup> Sie variiert in Abhängigkeit von der Höhe des Emissionsvolumens und der Frage, ob nur im Heimatmarkt des Emittenten plziert wird oder auf internationaler Ebene.<sup>3</sup>

Die bei den Konsortialbanken eingegangenen Aufträge werden von diesen während der Bookbuilding-Periode täglich dem Konsortialführer gemeldet, der die Funktion des Bookrunners wahrnimmt und die Auftragslage zentral erfaßt. Ab einer bestimmten Größenordnung des Auftrags umfaßt die Meldung auch bestimmte investorspezifische Angaben<sup>4</sup>, die dem Bookrunner eine Einschätzung der „Qualität“ des Anlegers erlauben und bei der späteren Zuteilung der Aktien berücksichtigt werden.

---

<sup>1</sup> Es ist demnach verfehlt, anzunehmen, dass im Vorfeld des Bookbuilding-Verfahrens keine Unternehmensbewertung stattfindet und die Preisspanne ohne eine solche Basis festgesetzt wird. So aber wohl E. Zacharias, Börseneinführung mittelständischer Unternehmen, S. 138.

<sup>2</sup> In Ausnahmefällen, d.h. insbesondere bei schwierigen Marktverhältnissen kann die Bookbuilding-Periode auch auf einen Tag begrenzt werden. Sogenanntes „accelerated bookbuilding“.

<sup>3</sup> Bei großen internationalen Emissionen erstrecken sich die Veranstaltungen im Rahmen der Road Show auf die wichtigsten Finanzzentren der Zielmärkte, was zu einer relativ langen Dauer von Road Show und bookbuilding-Phase führt, die sich dann regelmäßig zeitlich um ein paar Tage überschneiden. Bei kleineren Platzierungen mit nur kurzen bookbuilding-Phasen folgen diese erst nach Abschluß der Unternehmenspräsentationen.

<sup>4</sup> Hierfür verwenden die Konsorten ein vom Federführer gestaltetes Auftragsformular, das für die Erfassung von Aufträgen institutioneller Anleger u.a. die folgenden Angaben vorsieht: Name der meldenden Bank, Name, Herkunftsland und Geschäftsgegenstand (z.B. Pensionskasse, Versicherung) des Investors, Zeichnungsvolumen und Preis. Außerdem muß die meldende Bank Angaben hinsichtlich der Anlageorientierung (kurzfristig/langfristig) machen. Dies stellt keinen Verstoß gegen das Bankgeheimnis dar, da die Größenordnung, ab der diese investorenbezogenen Angaben enthalten sind, bewirkt, dass in der Praxis nur institutionelle Anleger hiervon betroffen sind, die entweder ihr Einverständnis mit der Weitergabe dieser Angabe ausdrücklich oder in Kenntnis dieser Marktusancen zumindest konkludent erklären. U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/166. Bei Kaufaufträgen privater Anleger werden die genannten Details in Hinblick auf den Datenschutz nicht an den Konsortialführer weitergegeben. Nach E. Zacharias, Börseneinführung mittelständischer Unternehmen, S. 135 erfordert die Weitergabe von Name und Nationalität des Zeichners dessen ausdrückliches Einverständnis. Dem kann in Hinblick auf die sich auch in Deutschland durchgesetzte Marktusance im Falle

Nach Abschluß der Bookbuilding-Periode<sup>1</sup> erfolgt in einer dritten Phase die Festsetzung des Emissionspreises auf der Basis einer Analyse des EDV-gestützten „Orderbuchs“, d.h. der vorliegenden Kaufaufträge. Dabei geht es in erster Linie um Festsetzung des höchsten Preises innerhalb der Preisspanne, zu dem die Gesamtemission platziert werden kann. Unter platzierungsstrategischen Aspekten kann durchaus aber auch ein etwas niedrigerer Preis gewählt werden, wenn hierdurch eine bessere Streuung und Berücksichtigung strategischer Investoren erzielt werden kann. Die danach erfolgende Zuteilung der Aktien an die Konsortialbanken basiert auf dem Preis, dem Volumen und der Qualität der von ihnen jeweils vermittelten Kaufaufträge<sup>2</sup>, was nicht unbedingt dem Volumen entsprechen muß, zu dessen Übernahme eine Bank sich im Übernahmevertrag verpflichtet hat.<sup>3</sup> Im Rahmen dieser Zuteilung kann die Konsortialführung den Banken vorgeben, wieviele Aktien diese bestimmten institutionellen Anlegern zuzuteilen haben.<sup>4</sup> Regelmäßig erhalten die Banken aber auch dann weitere Aktien zur freien Zuteilung an nicht von der Konsortialführung benannte Investoren.<sup>5</sup>

### 3.3 Vorteile

Mit dem Bookbuilding-Verfahren hat sich nunmehr auch in Deutschland ein Emissionspreisfestsetzungsmechanismus durchgesetzt, der in angelsächsischen Ländern und bei internationalen Emissionen schon seit längerer Zeit Standard ist, wenngleich hier besonders in Hinblick auf die umfangreichen Marketingaktivitäten deutlich höhere Anforderungen an den Emittenten<sup>6</sup> und die Banken gestellt werden<sup>7</sup>. Die marktorientierte Preisgestaltung durch Einbeziehung der Investoren in den Preisfindungsprozeß führt zu einer Maximierung des Emissionserlöses bei gleichzeitiger Senkung des Platzierungsrisikos für Emittent und Konsortium<sup>8</sup>. Gegenüber dem Festpreisverfahren bietet das Bookbuilding - insbesondere in Verbindung mit einem Greenshoe - ein höheres Maß an Flexibilität in der Strukturierung, das die Erzeugung

---

institutioneller Anleger nicht gefolgt werden. Im übrigen wird dies auch nicht durch die Marktpraxis reflektiert, d.h. institutionelle Anleger werden bei Abgabe ihres Kaufauftrages nicht um ihr Einverständnis gebeten.

<sup>1</sup> Während bei kleinen und mittleren Emissionen die Auswertung des Orderbuchs und die hierauf basierende Zuteilung der Aktien über Nacht erfolgen kann, wird bei großen internationalen Emissionen mit einer Vielzahl von Konsortialmitgliedern und eventuell mehreren Tranchen das Ende der bookbuilding-Periode oftmals auf einen Freitag gelegt, so dass die Konsortialführung und der Emittent nach Schließen der Märkte das gesamte Wochenende zur Analyse der Kaufaufträge und für die Zuteilung haben, die dann am darauffolgenden Montag bekanntgegeben wird.

<sup>2</sup> Im Bookbuilding-Verfahren kann sehr genau die Platzierungskraft einer Bank analysiert werden, was sich wiederum von dieser bei künftigen Bewerbungen um eine Führungsposition oder die Aufnahme in ein Konsortium als Marketingargument verwerten läßt.

<sup>3</sup> Sogenannte „re-allocation“.

<sup>4</sup> Sogenannte „directed allocation“. U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/166.

<sup>5</sup> Sogenannte „free retention“; A. Carls, Das Going-Public-Geschäft deutscher Banken, S. 200.

<sup>6</sup> Die Road Show führt nicht nur zu zeitlichen Belastungen des Unternehmens und seines Topmanagements, sondern kann - je nach Umfang - auch mit erheblichen Kosten verbunden sein.

<sup>7</sup> Vgl. hierzu L. Weiler in G. Volk (Hrsg.), Going Public, S. 162 f.

<sup>8</sup> Trotz des verminderten Platzierungsrisikos ist die Provision der Banken genauso hoch wie bei Festpreisverfahren, bei dem allerdings die Marketinganstrengungen der Banken niedriger sind. W. Schürmann/K. Körfgen, Familienunternehmen auf dem Weg zur Börse, S. 233.

eines Nachfrageüberhangs möglich macht, der wiederum eine stabilere Aktienkursentwicklung erwarten läßt. Die Transparenz der Nachfrage und die Kontrolle des Zuteilungsverfahrens erlaubt die Einflußnahme auf die Aktionärsstruktur, d.h. auch die bevorzugte Berücksichtigung von langfristig orientierten Investoren<sup>1</sup>, was positive Auswirkungen auf die Stabilität des Aktienkurses haben sollte.

Für Emittent und Altaktionäre mag von Nachteil sein, dass der ihnen zufließende Emissionserlös bis zur Festsetzung des Emissionspreises nicht genau bekannt ist, sondern - zumindest im Falle der üblichen Übernahmegarantie der Banken am unteren Ende der Preisspanne - lediglich der Mindestlös. Dies sollte vor dem Hintergrund der geschilderten Vorteile aber akzeptabel sein, insbesondere wenn sich die Preisspanne im üblichen Rahmen von 10 bis 20 Prozent bewegt. Im übrigen hat der Emittent durch die vergleichsweise umfangreichen Marketingaktivitäten bessere Chancen als im Festpreisverfahren, das Unternehmen und seine Aussichten in einem positiven Licht erscheinen zu lassen und so den Preisfindungsprozeß zu beeinflussen. Institutionelle Investoren werden die Möglichkeit begrüßen, während den Präsentationen oder gar One-on-One Treffen anlässlich der Road Show persönlichen Kontakt mit dem Management zu haben und während der Pre-Marketing-Phase sowie bei der Abgabe der Kaufaufträge den Preis beeinflussen zu können. Privaten Anlegern kommt die Einbeziehung des Marktes in den Preisfindungsprozeß grundsätzlich zwar auch zugute, sie werden aber durch die bevorzugte Behandlung der institutionellen Investoren oftmals benachteiligt.

#### **4 Auktionsverfahren**

Vor dem Hintergrund hoher Zeichnungsgewinne einerseits und niedriger Erfolgchancen der Zeichner bei Neuemissionen der jüngsten Vergangenheit andererseits werden Emissions- oder Preisfindungsstrategien diskutiert, die übermäßige Kursgewinne auf Seiten der Zeichner vermeiden und zu einer Optimierung des Emissionserlöses führen sollen. Bei dem in diesem Zusammenhang diskutierten, in Deutschland bislang aber noch nicht verwandten Auktionsverfahren<sup>2</sup> sollen interessierte Investoren bei ihrer Zeichnung ein limitiertes Preisangebot unterbreiten, das auch gestaffelt sein kann. Eventuell vorgegebene Preisspannen hätten danach lediglich die Funktion einer Orientierungshilfe. Nach Ablauf der Zeichnungsfrist werde der Emissionspreis nach den üblichen Kursfeststellungsregeln der Börse ermittelt. Vorteil dieses Verfahrens auf Seiten des Unternehmens wäre, dass Substanz und Potential des Unternehmens voll in den Preis einfließen könnten. Auf Seiten der Anleger vorteilhaft ist die

---

<sup>1</sup> Private Investoren sind hier im Nachteil, da sie regelmäßig als spekulativ orientiert und eher abgabebereit eingestuft werden und deshalb eine Neigung besteht, institutionelle Anleger bei der Zuteilung zu bevorzugen. O. Thiel in N. Wieselhuber, Börseneinführung mit Erfolg, S. 228. Werden sie aber bei der Zuteilung berücksichtigt, so kommt auch ihnen die relativ höhere Kursstabilität zugute. Zur Benachteiligung privater Investoren vgl. auch W. Schürmann/K. Körfgen, Familienunternehmen auf dem Weg zur Börse, S. 233 f.

<sup>2</sup> Laut Presseberichten hat der Computertelefonie-Softwarehersteller Trius EDV und Telekommunikations GmbH, Friedrichsdorf, vor, bei seinem für das Jahr 2000 geplanten Börsengang das Auktionsverfahren anzuwenden. O.V., Trius betritt Emissionsneuland, HB vom 13. März 1999. Inwieweit dieses Vorhaben auch tatsächlich umgesetzt werden wird, bleibt abzuwarten. Dies gilt insbesondere für die Frage, inwieweit eine Bank zur Anwendung dieses Verfahrens bereit ist.



höhere Plazierungsgerechtigkeit, da es keine Rolle mehr spielt, bei welcher Bank ein Anleger sein Depot hat.

Als positiver Faktor des Verfahrens wird weiter angeführt, dass es eine höhere Zeichnungsqualität mit sich bringe, da die Anleger gefordert seien, sich Gedanken über die Gesellschaft zu machen. Die Richtigkeit dieser Schlußfolgerung erscheint allerdings in hohem Maße zweifelhaft. Gleiches gilt für die Annahme, dass man durch das Auktionsverfahren eine breite und solide Anlegerstruktur erhalte, die wiederum zu einer stabilen Kursentwicklung beitrage. Richtig ist allein, dass durch die Ausreizung des Kurses zu einer Optimierung des Emissionserlöses geht und die derzeit üblichen und nicht unbedingt gerechtfertigten Zeichnungsgewinne vermieden werden - vorausgesetzt, dass die Anleger sich von dem neuen Verfahren nicht abschrecken lassen. Die Kehrseite der Medaille ist natürlich, dass das Ertragspotential der Investoren beschnitten wird.

Die rechtlichen Aspekte des Verfahrens wurden - soweit ersichtlich - bislang noch nicht in publizierter Form diskutiert. Im Ergebnis sollten hiergegen aber keine durchschlagenden Bedenken bestehen. Insbesondere erschiene es verfehlt, den Emissionsbanken eine Verpflichtung gegenüber den Anlegern aufzuerlegen, nach der die Banken für eine tatsächliche Festsetzung eines angemessenen Preises verantwortlich wären. Zweifellos tragen diese die Verantwortung für den Inhalt des Verkaufsprospekts und die hieraus abgeleiteten Annahmen einschließlich einem errechneten Börsenwert. Diese Verpflichtung erstreckt sich aber nicht darauf, dass der errechnete Wert tatsächlich auch vom Markt bei der Emission zugrunde gelegt wird.

## **5 Rechtsfragen der Preisfestsetzung**

### **5.1 Preisfestsetzungskompetenz**

Werden bei einer Börseneinführung ausschließlich Aktien aus Beständen von Altaktionären platziert, so bestehen für Regelungen zwischen diesen und dem Emissionskonsortium hinsichtlich der Festsetzung des Emissionspreises keine Restriktionen. So kann im Übernahmevertrag dessen Festsetzung unter rein rechtlichen Gesichtspunkten problemlos den Banken überlassen werden. In der Praxis wird hier freilich zumindest ein Mindestpreis oder eine Preisspanne vorgegeben, wenn sich die Verkäufer nicht sogar ein Mitspracherecht bei der Festsetzung nach der Bookbuilding-Phase vorbehält.

Werden dagegen Aktien aus einer Kapitalerhöhung platziert, so besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass der Vorstand des emittierenden Unternehmens die Festsetzung des Bezugspreises schon aus rechtlichen Gründen nicht einseitig den Konsortialbanken überlassen darf, da dieser wegen seiner auch aktienrechtlichen Relevanz zu den Bedingungen der Aktiengabe i.S.d. § 204 I 1 AktG gehört und damit zumindest bei Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital nach § 204 I 2 AktG der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf.<sup>1</sup> Bei Kapitalerhöhungen gegen Einlagen nach

---

<sup>1</sup> M. Lutter, Kölner Kommentar zum AktG, § 186 Rdnr. 37 (Nachtrag 1995); R. Marsch-Barner, S. 532, 537; C. Trapp, AG 1997, 115, 119. Nach K. Technau, AG 1998, S. 445, 450), der nicht zwischen Kapitalerhöhungen

§§ 182 ff. AktG ist der Mindestbetrag, unter dem sie nicht ausgegeben werden sollen, im Beschluß der Hauptversammlung über die Kapitalerhöhung festzusetzen, sofern die Ausgabe nicht zum Nominalwert erfolgt.<sup>1</sup>

Umstritten ist, inwieweit sich der Aufsichtsrat darauf beschränken darf, in seinem Beschluß nach § 204 II AktG statt eines konkreten Emissionspreises eine Bandbreite festzusetzen, innerhalb der der Vorstand den Bezugspreis festzusetzen hat. Gegen die Zulässigkeit der Festsetzung einer Preisspanne wird angeführt, dass die Zustimmung von Geschäften des Vorstands in Form einer generellen Zustimmung<sup>2</sup> anerkanntermaßen nur möglich sei, wenn der Aufsichtsrat die grundsätzliche Zustimmungspflicht nach § 111 IV 2 AktG selbst eingeführt habe, nicht aber wenn sich diese aus Gesetz oder Satzung ergibt, da sich der Aufsichtsrat einer ihm von dritter Stelle zugedachten Kontrollfunktion nicht durch einen im voraus erteilten Generalkonsens befreien können soll.<sup>3</sup> Der Aufsichtsrat kann die Festlegung des Bezugspreises daher nicht im Wege eines vorab gefaßten Beschlusses in das freie Ermessen des Vorstands stellen. Bei Anwendung des Bookbuilding-Verfahrens wird aber zu Recht als sicher gestellt angesehen, dass der Vorstand mit Hilfe der Emissionsbanken den optimalen<sup>4</sup> Preis für die Aktien vor dessen Festsetzung ermittelt hat und dass sich der endgültige Emissionskurs am Ergebnis des Bookbuildings orientiert, da der Vorstand hier sein Ermessen bei der Festsetzung des Emissionspreises im voraus reduziert habe. Der Aufsichtsrat genügt in diesem Fall seiner Überwachungspflicht, wenn er kontrolliert, dass der am Markt erzielbare Emissionspreis richtig ermittelt wird.<sup>5</sup>

## 5.2 Preisuntergrenze

Bei Platzierung von Aktien der Altaktionäre gibt es auch keine gesetzlichen Beschränkungen in Hinblick auf die Höhe des Emissionskurses. Demgegenüber darf im Falle einer Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre der Bezugskurs der neuen Aktien nach § 186 III 4 AktG deren Börsenkurs nicht wesentlich unterschreiten, wobei Abschläge zwischen drei und fünf Prozent für zulässig gehalten werden<sup>6</sup>. Zu berücksichtigen hierbei ist auch § 255 II AktG, wonach der E-

---

nach §§ 182 ff. AktG und solchen aus genehmigtem Kapital differenziert, gilt dies zumindest dann, wenn das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen ist und der Vorstand damit gegenüber den Altaktionären zur Festsetzung des Bezugspreises in einer bestimmten Höhe verantwortlich sei. Wenngleich Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht bei einer erstmaligen Börseneinführung keine Rolle spielen, ist nicht einzusehen, warum hier etwas anderes gelten sollte.

<sup>1</sup> § 182 III AktG.

<sup>2</sup> Hier in Form der Festlegung einer Preisspanne.

<sup>3</sup> M. Hoffmann-Becking, E. Niederleithinger (Hrsg.), Festschrift Lieberknecht, S. 38 ff.; a.A. R. Marsch-Barner, S. 532, 537.

<sup>4</sup> Damit ist nicht notwendigerweise der tatsächlich höchstmögliche, im Sinne eines ausgereizten Preises zu verstehen, sondern ein Kurs, der auch den Neuaktionären ein gewisses Steigerungspotential beläßt und somit mittel- und langfristig im Interesse des Unternehmens liegt.

<sup>5</sup> K. Technau, AG 1998, S. 445, 451.

<sup>6</sup> Nach dem Rechtsausschuß des Bundestags (Drucksachen des Bundestags 12/7848, S. 9) soll die Grenze eines zulässigen Abschlags bei drei, maximal fünf Prozent liegen. Nach M. Lutter, (AG 1994, S. 429, 442) sind höchstens drei Prozent, nach K. Martens, (ZIP 1992, S. 1677, 1687) maximal 5 Prozent zulässig, wohingegen C. Trapp (AG 1997, S. 115, 119) und E. Schwark (K. Martens (Hrsg.), Festschrift Claussen, S. 357, 372 ff.) drei bis fünf Prozent für möglich halten.

missionspreis neuer Aktien im Falle des Bezugsrechtsausschlusses nicht unangemessen niedrig sein darf. In Anbetracht des Fehlens eines Börsenkurses bei der Preisfestsetzung einer Neuemission wird bei der Bestimmung eines Mindestkurses dieser Vorschrift maßgebliche Bedeutung zukommen<sup>1</sup>, wenngleich die Probleme in der praktischen Anwendung aufgrund der Schwierigkeiten in der Unternehmensbewertung und der stark abweichenden Ergebnisse selbst anerkannter Bewertungsmethoden offensichtlich sind. Verstöße gegen § 255 II AktG dürften daher nur in absoluten Ausnahmefällen nachweisbar sein. Abgesehen hiervon sollte bei Börsengängen im Regelfall ohnehin ein Interessengleichklang von Mehrheits- und Minderheitsaktionären in Hinblick auf eine Wertmaximierung herrschen.

## 6 Zuteilung und Verpflichtungen

Mit der Zuteilung der Aktien an die Investoren kommt der rechtsverbindliche Kaufvertrag zwischen Investor und Konsortium zustande. Die Zuteilung ist demnach als Annahme des Angebots des jeweiligen Investors zu sehen<sup>2</sup>, das dieser auf die Aufforderung der Konsortialbanken zur Zeichnung von Aktien abgibt. Nach richtiger Ansicht des BAWe ist diese Aufforderung der Banken ein öffentliches Angebot i.S.d. § 1 VerkProspG<sup>3</sup>, trotzdem ist sie kein Angebot i.S.d. § 145 BGB. Das von den Banken veröffentlichte „Verkaufsangebot“ stellt damit lediglich eine invitatio ad offerendum dar.<sup>4</sup> Dies gilt sowohl beim Festpreis- als auch beim Bookbuilding-Verfahren.<sup>5</sup>

Der Anleger ist erst mit der Zuteilung durch die Konsortialbanken an sein Angebot zum Kauf der Aktien gebunden<sup>6</sup>. Bis zu diesem Zeitpunkt kann er es demnach frei modifizieren oder zurücknehmen. § 145 BGB gilt nach wohl h.M. aufgrund der Marktusancen auch dann als abbedungen, wenn das Verkaufsangebot dies nicht ausdrücklich regelt<sup>7</sup>, weil eine Bindung der Anleger über den Zeitraum des Bookbuilding

---

<sup>1</sup> Seit der „Kali & Salz“-Entscheidung des BGH (BGHZ 71, 41,51) herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass auch bei börsennotierten Gesellschaften auf den tatsächlichen Wert des Unternehmens und nicht auf den Börsenkurs der emittierten Aktien abzustellen ist. U. Hüffer in E. Geßler/W. Hefermehl/U. Eckardt/B. Kropff, AktG § 255 Rdnr. 9. Karsten Schmidt in Großkommentar zum AktG, § 255 Rdnr. 12. Diese Ansicht wird von K. Technau, AG 1998, S. 445, 451 f. zu Recht kritisiert. Festzustellen, dass die Feststellung eines „inneren“ Wertes eines Unternehmens massive Schwierigkeiten bereitet und der Börsenkurs der einzige objektive Maßstab für eine Bewertung darstellt, unabhängig davon, dass dieser überwiegend von spekulativen Einflüssen geprägt sein kann. Letztendlich könnte auch argumentiert werden, dass für den pekuniären Wert eines Gegenstandes oder eines Unternehmens ausschließlich der Betrag maßgeblich ist, was ein potentieller Erwerber zu zahlen bereit ist.

<sup>2</sup> Nach § 151 BGB ist eine besondere Erklärung der Annahme neben der Zuteilung nicht erforderlich.

<sup>3</sup> Bekanntmachung des BAWe zum Verkaufsprospektgesetz vom 15. April 1996.

<sup>4</sup> T. Hein, WM 1996, S. 1, 4 für das bookbuilding Verfahren.

<sup>5</sup> A.A. U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/167, die meinen, beim Festpreisverfahren käme ein Kaufvertrag aufgrund eines Angebots des Kreditinstituts und dessen Annahme durch den Investor zustande. Dies ist nur im Falle von Kapitalerhöhungen richtig, bei denen das Bezugsrecht der Altaktionäre nicht ausgeschlossen ist, da es bei allen anderen Platzierungen zu einer Überzeichnung mit der hieraus folgenden Notwendigkeit von Zuteilungen kommen kann und deshalb den Banken kein Wille zur Abgabe eines verbindlichen Angebots zu unterstellen ist.

<sup>6</sup> A.A. E. Zacharias, Börseneinführung mittelständischer Unternehmen, S. 134.

<sup>7</sup> Vgl. z.B. das Verkaufsangebot der Deutsche Telekom AG, Bundesanzeiger vom 12. Oktober 1996, S. 11425.

in Anbetracht der schnell veränderlichen, aber nicht beeinflussbaren Marktverhältnisse für unangemessen gehalten wird.<sup>1</sup>

Umgekehrt besteht keine Verpflichtung auf Seiten der Konsortialbanken zur Annahme eines Angebots. Interessierte Anleger haben demnach keinen Anspruch auf Zuteilung von Aktien oder auch nur auf gleichmäßige Behandlung. Das vorvertragliche Schuldverhältnis zwischen Konsortium und Investor fordert zwar die Beachtung des § 242 BGB, was hier aber nur bedeutet, dass die Zuteilung nicht willkürlich sein darf, sondern sachlichen Kriterien folgen muß. Abgesehen davon, dass ein diesbezüglicher Vorwurf massiven Beweisschwierigkeiten ausgesetzt wäre, ist gerade beim Bookbuilding zu berücksichtigen, dass dessen Ziel die bevorzugte Platzierung von Aktien bei langfristig orientierten Investoren ist, nicht aber die gleichmäßige Behandlung von Anlegern.<sup>2</sup> Im Interesse der Transparenz müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die Privatkunden den Erwerb von Wertpapieren anbieten, nach einer neuen Richtlinie zum Wertpapierhandelsgesetz diese über das Zuteilungsverfahren und vor allem über die Zuteilung im Falle der Überzeichnung informieren.<sup>3</sup>

Im Falle einer Überzeichnung<sup>4</sup> genießen die Banken bei der Zuteilung der Aktien somit in rechtlicher Hinsicht große Freiräume, was immer wieder zu massiver Kritik führt, insbesondere auf Seiten enttäuschter Zeichner und Aktionärsschutzvereinigungen. Gerade im Privatkundenbereich gehören Losverfahren oder die Zuteilung nach Köpfen zu den Möglichkeiten einer fairen Zuteilung - im Gegensatz zur mehr oder weniger regelmäßigen Privilegierung einiger weniger Zeichner.<sup>5</sup> In emissionstaktischer Hinsicht werden sich die Banken aber immer um eine Platzierung bei stabilen Investoren bemühen. Hierzu gehört nicht nur die bevorzugte Platzierung bei institutionellen Anlegern, sondern auch die Vermeidung der Zuteilung von Mini-Positionen an Privatanleger, deren Halten schon infolge der von vielen Banken erhobenen Depotpostengebühren, den Mindesttransaktionsgebühren und des Beobachtungsaufwands ökonomisch unattraktiv ist, was Anleger kurz nach Zuteilung zur Veräußerung veranlassen kann<sup>6</sup> und leicht einen entsprechenden Druck auf den Kurs mit sich bringt, der dann gerade bei marktengen Papieren die Gesamtemission als Mißerfolg erscheinen läßt.

---

<sup>1</sup> U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/167; T. Hein, WM 1996, S. 1, 4.

<sup>2</sup> U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/167 f; T. Hein, WM 1996, S. 1, 4.

<sup>3</sup> Absatz 4.4 der Richtlinie gemäß § 35 II WpHG zur Konkretisierung der §§ 31 f. WpHG für das Kommissions-, Festpreis- und Vermittlungsgeschäft der Kreditinstitute.

<sup>4</sup> Von den Emissionen der letzten Jahre wurden viele, insbesondere die Emissionen am Neuen Markt, um ein Vielfaches überzeichnet. Dies betraf nicht nur relativ kleine Emissionen wie die der Mensch und Maschine AG oder der Saltus AG mit Emissionsvolumina von 20 bis 30 Millionen DM, die mehr als 100-fach überzeichnet waren, sondern auch große Emissionen wie die der ProSieben AG mit einem Emissionsvolumen von etwa 1,2 Mrd. DM, die immer noch 50-fach überzeichnet war. O.V., Zuteilung darf keine „Black Box“ mehr sein, Going Public 1/98, S. 20.

<sup>5</sup> Vgl. hierzu o.V., Zuteilung darf keine „Black box“ mehr sein, Going Public 1/98, S. 20 ff.

<sup>6</sup> Umgekehrt muß auch vermieden werden, die gesamte Emission bei einigen wenigen Großanlegern zu platzieren, da bei der Bildung großer Pakete eine entsprechend hohe Abhängigkeit der Gesellschaft von wenigen Aktionären besteht, die die Gefahr eines Kursverfalls in sich birgt, wenn sich einer dieser Anleger zum Verkauf entschließt. H. Mussler, FAZ vom 11. Juni 1999, S. 25.

## 7 Angebotsänderungen

Vor dem Hintergrund der möglicherweise relativ langen Dauer des Bookbuilding-Verfahrens und der damit verbundenen Gefahr einer Veränderung der Marktverhältnisse nach Eröffnung des Verfahrens und Eingang der ersten Angebote interessierter Investoren stellt sich auch die Frage, inwieweit die Verkaufskonditionen den geänderten Marktverhältnissen angepaßt werden können. In Betracht kommen hier insbesondere Veränderungen von Preisspanne und Plazierungsvolumen, aber auch der Bookbuilding-Frist.

Hier wird angenommen, dass eine Änderung der Preisspanne zumindest dann der ausdrücklichen Zustimmung aller Konsorten bedarf, wenn diese Bestandteil der Einladung war.<sup>1</sup> Auf Ebene der einzelnen Angebote bedarf es der Klärung, ob hierdurch bereits vorliegende Kaufangebote, die ohnehin bis Ende der Angebotsfrist frei widerrufbar sind, ohne weiteres allein wegen der Änderung entfallen. Dies ist unproblematisch, soweit limitierte Kaufaufträge durch eine Erhöhung der Preisspanne aus dieser herausfallen, da dann keine Deckung von Angebot und Nachfrage mehr besteht. Auch ansonsten wird bei einer Veränderung der Preisspanne ein automatischer Wegfall der Kaufangebote angenommen, es sei denn, dass die Möglichkeit einer Änderung der Preisspanne bereits bei Veröffentlichung des Verkaufsangebots angekündigt wurde und die Interessenten ihre Angebote in Kenntnis dieser Möglichkeit abgegeben haben. Unlimitierte Kaufangebote sind dann auch als Angebote im Rahmen einer erhöhten Preisspanne zu verstehen, wohingegen limitierte Angebote dann zum Zuge kommen können, wenn sie den festgesetzten Preis erfassen.

Demgegenüber sollen Kaufangebote bei einer Verkürzung der Bookbuilding-Periode sowie bei bloßen Veränderungen des Emissionsvolumens wirksam bleiben. Dem ist grundsätzlich zuzustimmen, wengleich bei einer deutlichen Reduktion des Emissionsvolumens dann etwas anderes gelten kann, wenn hierdurch die Liquidität des Handels gefährdet wird. Ebenso wenig sollten Verlängerungen der Bookbuilding-Phase die Wirksamkeit der Angebote beeinträchtigen, zumindest wenn sie nur von geringfügiger Dauer sind und die Verlängerung vor Auslaufen der ursprünglichen Bookbuilding-Periode öffentlich bekannt gegeben wird, da die hiermit nicht einverstanden Investoren ihre Kaufaufträge widerrufen können.

Bei Änderungen des ursprünglichen Angebots durch die Konsortialbanken sollte im Einzelfall auch überprüft werden, inwieweit dies Verpflichtungen nach dem Verkaufsprospektgesetz aufwirft. So müssen nach § 11 VerkProspG Veränderungen, die nach der Veröffentlichung des Verkaufsprospekts eintreten und die für die Beurteilung des Emittenten oder der Wertpapiere von wesentlicher Bedeutung sind, während der Dauer des öffentlichen Angebots in einem Nachtrag zum Verkaufsprospekt veröffentlicht werden. Veränderungen der Bookbuilding-Frist sowie des Emissionsvolumens ändern grundsätzlich nichts für die Einschätzung der angebotenen Aktien oder ihres Emittenten. Eine Nachtragspflicht kann sich aber ergeben, wenn eine Aufstockung des Emissionsvolumens zu einer Veränderung der aktienrechtlich relevan-

---

<sup>1</sup> T. Hein, WM 1996, S. 5, nach dem die Zustimmung nicht durch Stillschweigen ersetzt werden kann.

ten Mehrheitsverhältnisse führt. Auch im Falle einer Änderung der Preisspanne ist ein Nachtrag zum Verkaufsprospekt zu veröffentlichen.<sup>1</sup>

## 8 Greenshoe

Mit der zunehmenden Internationalisierung des Emissionsgeschäfts hat sich nun neben dem Bookbuilding-Verfahren auch der sogenannte „greenshoe“<sup>2</sup> durchgesetzt. Bei diesem Instrument handelt es sich um eine Kaufoption, die dem Konsortialführer vom Emittenten oder von Altaktionären eingeräumt wird und die die Bank berechtigt, während einer festgesetzten Frist nach Zuteilung der Aktien weitere Aktien der Gesellschaft zum Emissionspreis, d.h. demselben Kurs wie dem für Aktien der Haupttranche zu erwerben. Die übliche Laufzeit einer solchen Mehrzuteilungsoption beträgt normalerweise vier bis sechs Wochen. Das vom Optionsrecht erfaßte Volumen wird in einer Größenordnung von zehn bis fünfzehn Prozent<sup>3</sup> der Haupttranche festgesetzt.

### 8.1 Funktionsweise

Ein Greenshoe wird in erster Linie zu Zwecken der Kurspflege oder -stabilisierung<sup>4</sup> beim Bookbuilding-Verfahren eingesetzt. Dabei ist Ausgangspunkt der Überlegungen die Feststellung, dass nach der Platzierung von Aktien sowohl das emittierende Unternehmen als auch die Aktionäre und Banken ein pekuniär oder in der Reputation begründetes Interesse daran haben, dass der Kurs der Aktie nicht unter den Emissionskurs fällt, sondern eher steigt. Dies kann aber auch bei einer noch so sorgfältig durchgeführten Unternehmensbewertung und Emissionspreisfindung schon aufgrund der natürlichen Volatilität der Märkte nicht mit absoluter Sicherheit gewährleistet werden. Ebenso wenig kann auch sichergestellt werden, dass die im Bookbuilding-Verfahren als langfristig orientiert angesehenen und demnach bei der Zuteilung bevorzugt bedachten Anleger oder auch andere Investoren diese nicht wenige Tage später wieder auf den Markt werfen.

---

<sup>1</sup> T. Hein, WM 1996, S. 5; a.A. U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/168.

<sup>2</sup> Die Emissionstechnik hat ihren Namen von der Greenshoe Manufacturing Co. Boston, bei deren Kapitalmarkttransaktion sie in Ergänzung zum Bookbuilding-Verfahren erstmals eingesetzt wurde.

<sup>3</sup> Bei der Einführung der Bechstein AG in den Freiverkehr im Jahr 1997 war der Greenshoe fast ebenso groß wie die Haupttranche. Bei einem Greenshoe, der die oben genannte Größenordnung so deutlich überschreitet, ist eine gewisse Skepsis angebracht, da hier die Altaktionäre unter dem Deckmantel moderner Emissionsinstrumente Kasse machen könnten. O.V., Going Public 3/98, S. 28.

<sup>4</sup> Die Kurspflege ist eine Form der Einflußnahme auf den Börsenkurs eines Wertpapiers durch Käufe oder Verkäufe, durch die Zufallsschwankungen des Kurses vermieden werden sollen, die nicht in der Finanz- der Geschäftslage des Emittenten oder allgemeinen Marktentwicklungen ihre Ursache haben. Ziel ist eine Glättung einer andernfalls deutlich unregelmäßigeren Kursentwicklung im Interesse einer Aufrechterhaltung des Vertrauens auf seiten der Investoren. Die im Zusammenhang mit Primärmarkttransaktionen, d.h. Neuemissionen betriebene Kurspflege oder Stabilisierung spielt in der Praxis die größte Rolle, insbesondere in der Form der Kursstützung, bei der Kursrückgänge entgegen der Markttendenz vermieden oder abgeschwächt werden sollen. U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/170; vgl. hierzu auch H. Bruchner/H. Pospischil in M. Lutter/E. Scheffler/U. Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, S. 324 ff.

Um dem vorzubeugen, teilt das Emissionskonsortium nach Festsetzung des Emissionspreises in Absprache mit dem Emittenten und/oder dessen Altaktionären den Investoren gezielt mehr Aktien zu, als zur Emission vorgesehen sind. D.h. die Banken verkaufen mehr Aktien, als sie selbst im Besitz haben<sup>1</sup>. Da sie die verkauften Aktien im Regelfall sofort liefern müssen, entsteht in ihren Depots eine Unterdeckung, die sie zunächst einmal durch eine Wertpapierleihe überbrücken können.<sup>2</sup> Alternativ hierzu können sie im Zusammenhang mit der Zuteilung mit einigen institutionellen Investoren vereinbaren, dass die diesen zugewiesenen Aktien nicht wie den anderen Käufern sofort, sondern erst nach einigen Wochen geliefert werden sollen.<sup>3</sup>

Ihre Verpflichtungen aus der Wertpapierleihe bzw. der Vereinbarung des Deferred Settlements, d.h. der erst späteren Lieferung, können die Banken später dadurch erfüllen, dass sie Aktien im Markt kaufen oder aber den Stillhalter der Greenshoe-Option, also den Emittenten<sup>4</sup> oder die Altaktionäre, in Anspruch nehmen. Dabei werden die Banken sich für den Kauf der Aktien im Markt entschließen, wenn und soweit der Kurs der Aktie unter dem Emissionskurs und damit auch unter dem Bezugskurs aus der Option liegt<sup>5</sup>. Der Kauf über den Markt, den die Banken zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen aus der Wertpapierleihe durchführen, hat kursstabilisierende Auswirkungen, was genau der Intention des Greenshoe entspricht. Ist der Börsenkurs in der Zwischenzeit aber gestiegen, so ist das Konsortium in gleicher Weise aus dem Wertpapierleihvertrag oder der Vereinbarung über die spätere Zuteilung der zugewiesenen Aktien verpflichtet, könnte diese ohne Greenshoe aber nur mit Verlust über die Börse kaufen und dann vereinbarungsgemäß liefern. In diesem Fall werden die Banken die Aktien durch Ausübung des Greenshoe zum vereinbarten Preis, d.h. dem ursprünglichen Emissionskurs<sup>6</sup> außerhalb der Börse und damit ohne weiter kursstabilisierende Wirkung, die hier ohnehin nicht mehr nötig ist, beziehen.<sup>7</sup>

Neben der vorstehend umschriebenen Einsatzmöglichkeit des Greenshoe zur Stabilisierung des Kurses kann dieser auch eingesetzt werden, um in Anpassung an die tatsächlich bestehende Nachfrage flexibel Aktien zu plazieren. Den Altaktionären ermöglicht diese Flexibilität somit u.U. auch den Absatz solcher Aktien, die sie ansonsten aus Vorsichtsgründen zunächst einmal noch im Bestand gehalten hätten, dem

---

<sup>1</sup> Sogenanntes „over-allotment“ oder „over-allocation“.

<sup>2</sup> C. Trapp, AG 1997, S. 115, 121. Der Vertrag über die Wertpapierleihe kann zum einen mit institutionellen Marktteilnehmern wie Banken, Pensionsfonds oder Versicherungen abgeschlossen werden, zum anderen aber auch mit den Altaktionären, die den Greenshoe zeichnen und somit ohnehin abgabebereit sind. Grundvoraussetzung für das Funktionieren dieser Stabilisierungsmethode ist, dass die neu emittierten Aktien in jeder Hinsicht -und damit auch in Hinblick auf die Dividendenberechtigung- genauso ausgestattet sind wie die bereits umlaufenden und von der Wertpapierleihe betroffenen Aktien.

<sup>3</sup> Im Falle eines solchen „deferred settlement“ ist die mit den Investoren zu vereinbarende Lieferfrist mit der Optionsfrist des Greenshoe abzustimmen.

<sup>4</sup> Der emittierenden Gesellschaft fließen beim Greenshoe-Verfahren nur dann neben der Haupttranche zusätzliche Mittel zu, wenn sie „stillhaltender“ Vertragspartner des Optionsvertrages ist.

<sup>5</sup> Der Greenshoe verfällt in diesem Fall unausgeübt.

<sup>6</sup> Es ist offensichtlich, dass sich den Banken mit der für diese kostenlose Einräumung eines Greenshoe ein erhebliches Potential zur Erwirtschaftung zusätzlicher Erträge eröffnet, insbesondere wenn diese bei entsprechender Börsensituation bei der Zuteilung lediglich die Haupttranche verkaufen, auf eine over-allocation also verzichten.

<sup>7</sup> Vgl. hierzu auch K. Technau, AG 1998, S. 445, 457 f.; H. Hofmann in M. Lutter/E. Scheffler/U. Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, S. 304 f.

Emittenten wird dementsprechend so die Aufnahme eines höheren Betrages ermöglicht.

## 8.2 Rechtsfragen

Die rechtliche Beurteilung eines Greenshoe sowie die Abwicklung im Falle der Ausübung, d.h. der Inanspruchnahme des Stillhalters ist davon abhängig, ob der Greenshoe von Aktionären oder der Gesellschaft eingeräumt wird.

## 8.3 Aktionäre als Stillhalter des Greenshoe

Die Strukturierung eines Greenshoe ist einfach, wenn er zwischen Konsortialführer oder Konsortium einerseits und Altaktionären andererseits vereinbart wird. Hier handelt es sich rechtlich um eine normale Kaufoption, bei der die Banken berechtigt, aber nicht verpflichtet werden, während deren Laufzeit eine bestimmte Zahl von Aktien zu einem bestimmten Preis vom Stillhalter zu kaufen. Für den Fall, dass die Banken gleichzeitig einen Wertpapierleihvertrag mit den stillhaltenden Altaktionären abschließen, werden die Aktien gleich darlehensweise an die Banken geliefert. Die Rückabwicklung der Wertpapierleihe erfolgt im Falle gesunkener Kurse über den Kauf der Aktien am Markt und anschließende Lieferung an den Verleiher der Wertpapiere, im Falle gestiegener Kurse durch Aufrechnung der Verpflichtungen aus Wertpapierleihe und Greenshoe, wobei in diesem Fall dem Stillhalter der Greenshoe-Option auch der Kaufpreis für die Aktien zufließt.

## 8.4 Gesellschaft als Stillhalter des Greenshoe

Wie bereits dargestellt, kann der Greenshoe auch zwischen Konsortialführer und Gesellschaft vereinbart werden. Dessen spätere Bedienung wird in der Praxis durch die Bereitstellung eines genehmigten Kapitals sichergestellt, da das Halten von Vorratsaktien durch die Gesellschaft selbst nach § 56 AktG in Deutschland nicht mehr zulässig ist.<sup>1</sup> Bei der Einbeziehung einer Kapitalerhöhung ist aber zu berücksichtigen, dass

---

<sup>1</sup> Alternativ hierzu kann die Gesellschaft nach dem mit dem KonTraG neu eingeführten § 71 I Nr. 8 AktG unter erleichterten Bedingungen eigene Aktien kaufen, mit denen später die Verpflichtungen aus dem Greenshoe erfüllt werden könnten. Eine solche Strategie stellt keinen verbotenen Handel in eigenen Aktien dar. Bei der sonstigen Beurteilung von Rechtmäßigkeit und Praktikabilität dieses Lösungsansatzes ist danach zu differenzieren, ob der Greenshoe bei einer Börseneinführung oder einer Kapitalerhöhung eines bereits börsennotierten Unternehmens eingesetzt werden soll. So wäre bei einer Börseneinführung denkbar, dass das Unternehmen das vom Greenshoe betroffene Volumen nach Zeichnung durch die Bank - der direkten Zeichnung steht § 56 I AktG entgegen - von dieser erwirbt und der Kaufpreis einfach verrechnet wird. Im Gegensatz zu einem späteren Erwerb über die Börse besteht hier aber die massive Gefahr, dass dies als Umgehung des Verbotstatbestandes des § 56 I AktG angesehen wird.

Demgegenüber kann im Vorfeld einer geplanten Kapitalerhöhung eines bereits börsennotierten Unternehmens bei entsprechender Ermächtigung durch die Hauptversammlung die durch § 71 I Nr. 8 AktG neu gewonnene Freiheit genutzt werden und die für einen hierbei einzusetzenden Greenshoe benötigten Aktien im Rahmen der Grenze von zehn Prozent des zu diesem Zeitpunkt ausstehenden Kapitals durch Erwerb im Markt eingekauft werden. Sofern eine solche Vorgehensweise nicht an dem hiermit verbundenen Kapitalbedarf scheitert, hätte sie den Vorteil, dass durch die hierdurch erzeugte Nachfrage der Börsenkurs gestützt wird, der wiederum der Preisfestsetzung für die Kapitalerhöhung zugrunde gelegt wird.



bei einer solchen die Altaktionäre nach § 186 AktG ein Bezugsrecht haben. Dies ist zunächst einmal unproblematisch, wenn bei der Börseneinführung<sup>1</sup> einer Gesellschaft mit einem überschaubaren Aktionärskreis die Aktionäre ihr Bezugsrecht nicht ausüben, sondern dem Konsortialführer bzw. dem Konsortium übertragen<sup>2</sup>. Da die Ausübung des Greenshoe und damit die hierfür erforderliche Kapitalerhöhung erst einige Wochen nach der Zuteilung der zu platzierenden Aktien erfolgt, ist durch eine sorgfältige zeitliche Gestaltung dafür Sorge zu tragen, dass die Erwerber nicht bezugsberechtigt werden, da ansonsten die Aktien nicht, oder zumindest nicht direkt für die Bedienung eines Greenshoe zur Verfügung stehen.

Dies kann dadurch vermieden werden, dass der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats<sup>3</sup> vor dem Entstehen der Aktien der Haupttranche durch deren Eintragung in das Handelsregister<sup>4</sup> oder zumindest vor deren Zuteilung an die interessierten Anleger die Ausnutzung des genehmigten Kapitals beschließt. Da es bei der Entstehung eines Bezugsrechts allein auf die Aktionärsstellung im Zeitpunkt der Beschlußfassung des Vorstands über die Ausnutzung des genehmigten Kapitals ankommt<sup>5</sup>, sind im Falle des Beschlusses vor der Eintragung der Haupttranche keine diesbezüglichen Bezugsrechte entstanden, da die Aktien der Haupttranche noch nicht entstanden waren. Erfolgt der Beschluß des Vorstands nach Eintragung der Haupttranche im Handelsregister, aber noch vor der Zuteilung der Aktien an die interessierten Anleger, so sind die Eigner dieser Aktien zwar bei der nachfolgenden Kapitalerhöhung bezugsberechtigt, können das Bezugsrecht aber abspalten und erst dann die Aktien zuteilen. In diesem Fall bleibt das abgetrennte Bezugsrecht bei den Konsortialbanken.<sup>6</sup>

In der praktischen Umsetzung des Vorstehenden könnte bei einer Börseneinführung zunächst in einer Hauptversammlung der Altaktionäre eine Kapitalerhöhung beschlossen werden, wodurch die im Rahmen der Haupttranche zu platzierenden Aktien geschaffen würden. Gleichzeitig könnte diese noch auf den Kreis der Altaktionäre beschränkte Hauptversammlung zur Bedienung des Greenshoe ein genehmigtes Kapital für eine „Kapitalerhöhung II“ schaffen. Dabei wäre entweder unter Beachtung der hierfür bestehenden Voraussetzungen das Bezugsrecht der Altaktionäre auszuschließen oder dieses von den Aktionären auf einen Dritten, d.h. z.B. den Konsortialführer zu übertragen.

Im Falle der Platzierung von Aktien aus der Kapitalerhöhung einer Gesellschaft, deren Aktien bereits notiert und breit gestreut sind, stellt sich die Frage nach der Strukturierung des Greenshoe nur dann, wenn auch für die Haupttranche das Bezugsrecht der Altaktionäre ausgeschlossen ist. Pragmatische Lösungen unter Einbeziehung eines Verzichts der Altaktionäre auf ihr Bezugsrecht bzw. dessen Übertragung auf den

---

<sup>1</sup> Dies gilt grundsätzlich auch bei Kapitalerhöhungen, wenn nur die erforderliche Einigung zwischen den Aktionären erzielt werden kann.

<sup>2</sup> Dies kann kostenfrei oder gegen Zahlung eines Kaufpreises erfolgen.

<sup>3</sup> § 202 III 2 AktG.

<sup>4</sup> Nach § 189 AktG ist das Grundkapital mit der Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung erhöht, d.h. diese wird zu diesem Zeitpunkt wirksam.

<sup>5</sup> U. Hüffer, AktG, § 203 Rdnr. 7, § 186 Rdnr. 8; G. Picot/V. Land, DB 1999, S. 570, 574 f.; M. Lutter, Kölner Kommentar zum AktG, § 203 Rdnr. 8.

<sup>6</sup> U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/170.

Konsortialführer oder einen Dritten, wie sie sich bei einem kleinen Gesellschafterkreis anbieten, sind hier regelmäßig nicht durchsetzbar. Demnach bedarf es immer des Ausschlusses des Bezugsrechts der Altaktionäre unter Erfassung der Aktien für den Greenshoe, der sich nach den allgemeinen Regeln richtet. Soweit es dabei zwecks Vermeidung einer Benachteiligung der Altaktionäre auf den Börsenkurs der Aktie und dessen Abstand zum Bezugskurs ankommt, ist nicht auf den Zeitpunkt der Ausübung des Greenshoe abzustellen, sondern allein auf den Zeitpunkt der Beschlußfassung des Vorstands bzw. der Zustimmung des Aufsichtsrats über die Ausnutzung des genehmigten Kapitals.<sup>1</sup> Demnach ist insoweit irrelevant, dass nach Ausübung des Greenshoe durch den Konsortialführer die Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister möglicherweise erst Wochen nach dem Beschluß des Vorstands erfolgt und der Bezugskurs aufgrund der zwischenzeitlichen Börsenentwicklung u.U. weit unter dem aktuellen Börsenkurs liegt. Die praktische Umsetzung kann - vergleichbar zur Börseneinführung - durch Beschluß einer Kapitalerhöhung sowie Schaffung eines genehmigten Kapitals für eine „Kapitalerhöhung II“ erfolgen. Alternativ zur Kapitalerhöhung für die Haupttranche könnte diese auch über ein genehmigtes Kapital für eine „Kapitalerhöhung I“ durchgeführt werden.<sup>2</sup> Eine weitere Alternative zur Absicherung eines Greenshoe besteht in der Schaffung eines bedingten Kapitals nach § 192 II Nr. 1 AktG, sofern man diese mit der hier vertretenen Ansicht auch für nackte Optionen für zulässig hält.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> So im Ergebnis auch K. Technau, AG 1998, S. 445, 458.

<sup>2</sup> U. Bosch/W. Groß, Das Emissionsgeschäft, S. 10/171 f; C. Trapp, AG 1997, S. 115, 121 f; T. Hein, WM 1996, S. 6.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu K. Technau, AG 1998, S. 445, 458.