

# Zur Zulässigkeit des „Greenshoe“- Verfahrens nach deutschem Aktienrecht

BKR 10/2002, S. 439 – 447

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)

Das Berliner Kammergericht hat in seiner Entscheidung vom 22. August 2001<sup>1</sup> - anders als das in erster Instanz zuständige Landgericht Berlin - der Klage einer Aktionärin wegen eines Verstoßes gegen § 255 II AktG stattgegeben. Die Klägerin hatte den Beschluss der Hauptversammlung der Senator Entertainment AG über die Schaffung eines genehmigten Kapitals angegriffen, das zur Bedienung einer Option im Zusammenhang mit dem beim Börsengang der Gesellschaft angewandten Greenshoe-Verfahren<sup>2</sup> vorgesehen und bei dem daher das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen war. Sollte dieses unter mehreren Gesichtspunkten nicht überzeugende Urteil in der zwischenzeitlich eingelegten Revision aufrechterhalten werden, so hätte dies weitreichende Implikationen auf die Praxis von Börseneinführungen und Kapitalerhöhungen deutscher Gesellschaften. Der Einsatz des - vom Kammergericht nicht grundsätzlich untersagten - Greenshoe-Verfahrens wäre dann nur noch möglich, wenn die zum späteren Ausgleich der Mehrzuteilung erforderlichen Aktien nicht über eine (weitere) Kapitalerhöhung der Gesellschaft geschaffen, sondern von Dritten bereit gestellt würden.

Die hieraus resultierende Verunsicherung der Marktteilnehmer hinsichtlich eines Instruments, das von maßgeblicher Bedeutung für die Kursstabilisierung bei Kapitalmarktmaßnahmen ist und als solches in Kombination mit dem Bookbuilding-Verfahren<sup>3</sup> nach langjährigem erfolgreichem Einsatz bei angelsächsisch geprägten Emissionen nunmehr seit Mitte der 90-er Jahre auch in Deutschland bei der Mehrzahl der Börseneinführungen angewandt und soweit ersichtlich bislang durchweg als (gesellschafts-) rechtlich zulässig erachtet wurde, ist für die sehnlich erwartete Wiederbelebung des zusammengebrochenen Neuemissionsmarktes alles andere als förderlich. Dies ist umso bedauerlicher, als zum einen hinter der für die Verunsicherung letztendlich ursächlichen Klage eine selbst von der FAZ als Berufskläger bezeichnete Person<sup>4</sup> steht, die über ihre klagende VermögensverwaltungsGmbH ganze 30 Aktien von mehr als 3 Millionen<sup>5</sup> hielt. Zum anderen wurde durch den der Klage stattgebenden Spruch des Kammergerichts nichts, aber auch gar nichts für den Schutz des Aktionärs im Einzelfall oder im Generellen erreicht. Bedauerlich ist auch, dass der erkennende Senat bei seiner Urteilsfindung zur Erlangung eines grundlegenden Verständnisses des Instruments „Greenshoe“ nicht auf Fachliteratur, sondern auf eine relativ kurze und völlig unvollständige Darstellung auf der Internet Homepage einer – im Emissionsgeschäft nicht tätigen – Kreissparkasse zurückgriff und so den Eindruck erweckt, dass er das

---

<sup>1</sup> 23 U 6712/99 (nicht rechtskräftig) ZIP 2001, 2178 = AG 2002, 243.

<sup>2</sup> Auch Mehrzuteilungsoption genannt. Die Emissionstechnik hat ihren Namen von der Greenshoe Manufacturing Co. Boston, bei deren Kapitalmarkttransaktion sie im Jahre 1924 in Ergänzung zum Bookbuilding-Verfahren erstmals eingesetzt wurde.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu K. Schanz, Börseneinführung, 2. Aufl. 2002, S. 303 ff.

<sup>4</sup> o.V., Gericht verwirft Mehrzuteilungsoption beim Börsengang, FAZ vom 1.2.2002. Der erkennende Senat kam bei seinen Erwägungen hinsichtlich eines eventuellen Missbrauchs des Anfechtungsrechts allerdings „nach dem Gesamteindruck des schlüssigen, mit ausführlichen Rechtsausführungen aufwendig begründeten Sachvortrags der Klägerin“ zu dem Ergebnis, dass es „der Klägerin hier um die Klärung einer grundsätzlichen Rechtsfrage“ gehe, „die sie nur im Wege einer ernstgemeinten Anfechtungsklage erreichen“ könne.

<sup>5</sup> Keiner der anderen Aktionäre hat im Zusammenhang mit diesem Beschluss geklagt oder auch nur Widerspruch eingelegt.

Verfahren und seine Implikationen nicht verstanden hat.

## **I. Urteil des Kammergerichts**

### **1. Sachverhalt**

Die Aktien der Beklagten sind seit dem 29. Januar 1999 am Neuen Markt notiert. Platziert wurden sowohl Aktien aus dem Besitz von Altaktionären als auch Aktien aus einer von der Hauptversammlung im Oktober 1998 beschlossenen Barkapitalerhöhung. Da die Emission um ein Vielfaches überzeichnet war, gab die konsortialführende Bank nicht nur das eigentliche zur Platzierung vorgesehene Emissionsvolumen in den Markt, sondern in vollem Umfang auch die Aktien, die in dem zwischen ihr, der Gesellschaft und den Altaktionären abgeschlossenen Übernahmevertrag als Gegenstand einer Mehrzuteilungsoption vorgesehen waren. Die das eigentliche Emissionsvolumen übersteigende Zahl von Aktien wurde der Konsortialführerin mit Vereinbarung im Übernahmevertrag von Altaktionären für einen Zeitraum von ca. 30 Tagen<sup>6</sup> geliehen. Der Emissionspreis für sämtliche Aktien betrug € 38,00.

Gegenstand des Anfechtungsverfahrens ist die Ermächtigung des Vorstands zu einer weiteren Kapitalerhöhung (genehmigtes Kapital II), die von der Hauptversammlung der Gesellschaft am 30. Dezember 1998 unter Aufhebung eines früheren, wegen registerrichterlicher Bedenken nicht eingetragenen Beschlusses gegen die Stimmen der Klägerin beschlossen wurde:

„Der Vorstand wird zur Erfüllung der dem Bankenkonsortium im Rahmen des Börsengangs der Gesellschaft eingeräumten bzw. einzuräumenden Mehrzuteilungsoption ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Gesamtkapital um bis zu 975.000,00 DM durch Ausgabe von bis zu 195.000 neuen, auf den Inhaber lautender Stammaktien ohne Nennwert (Stückaktien) gegen Bareinlage bis zum 30.9.1999 einmalig oder mehrmals zu erhöhen (genehmigtes Kapital II). Das Bezugsrecht der Aktionäre ist ausgeschlossen. Über die Ausgabe der neuen Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienaussgabe entscheidet der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrates.“

Das genehmigte Kapital II wurde nach der im Februar 1999 erfolgten Ausübung der hiermit in unmittelbaren Zusammenhang stehenden, im Übernahmevertrag vereinbarten Kaufoption durch die konsortialführende Bank durch den Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats vollumfänglich ausgenutzt und am 24. Februar 1999 ins Handelsregister eingetragen. Während die Bank nach Ausübung der Option lediglich einen Preis von EUR 38,00 je Aktie an die Gesellschaft zahlte, betrug der Börsenpreis zum Zeitpunkt der Ausübung, was die Klägerin zu der Behauptung veranlasst hat, die Bank habe die Aktien

---

<sup>6</sup> Dies ist nicht präzise festlegbar, wenn wie hier die zurückzugebenden Aktien aus einer Kapitalerhöhung stammen und in der vertraglichen Fristbestimmung wie üblich auch die Unsicherheiten hinsichtlich der Dauer des handelsregisterlichen Eintragungsverfahrens Berücksichtigung finden.

mit einem Gesamtgewinn von mehr als DM 30 Mio. weiterverkauft.

## 2. Urteilsbegründung

Der erkennende Senat hat den Beschluss der Hauptversammlung über die Schaffung des genehmigten Kapitals II wegen eines von ihm gesehenen Verstoßes gegen § 255 II AktG für nichtig erklärt. Nach der zitierten Norm kann ein Beschluss angefochten werden, wenn bei einer Kapitalerhöhung wie hier das Bezugsrecht der Aktionäre ganz oder zum Teil ausgeschlossen worden ist, sofern der sich aus dem Erhöhungsbeschluss der Hauptversammlung ergebende Ausgabebetrag oder der Mindestbetrag, unter dem die neuen Aktien nicht ausgegeben werden sollen, unangemessen niedrig ist.

Da der Beschluss der Hauptversammlung von Senator nichts zum Ausgabebetrag sagte, beschäftigt sich das Gericht bei seinen Erwägungen ausführlich mit der Frage der Anwendbarkeit der Norm auf den Fall, dass die Hauptversammlung die Festsetzung des Ausgabebetrages dem Vorstand überlässt, was richtigerweise für grundsätzlich zulässig gehalten wird<sup>7</sup>. In diesem Zusammenhang wird ebenso richtig darauf hingewiesen, dass der Vorstand bei der Bemessung des Ausgabetrags die von § 255 II AktG gezogenen Grenzen zu beachten hat, wenn das Bezugsrecht ausgeschlossen wird oder die Hauptversammlung eine diesbezügliche Ermächtigung erteilt.

Im vorliegenden Fall greift die Klägerin nicht das Verhalten des Vorstands an, sondern den Beschluss der Hauptversammlung. In diesem Zusammenhang widerspricht der Senat einer im Schrifttum verbreiteten Ansicht, nach der ein „Beschluss, der zum Ausgabepreis gar nichts aussagt, nicht wegen zu niedriger Festsetzung des Ausgabepreises angefochten werden“ kann und meint, dass „die Freistellung von Ermächtigungsbeschlüssen der Hauptversammlung von gerichtlicher Kontrolle auf die Fälle beschränkt werden“ müsse, „in denen ein gesetzmäßiges Verhalten des Vorstands nach dem Inhalt des Beschlusses überhaupt möglich ist, wenn der Vorstand also überhaupt die Chance hat, sich ... gegenüber allen Aktionären rechtmäßig zu verhalten“. Dies ist hier nach Ansicht des Senats nicht der Fall, da „der angefochtene Beschluss ... dem Vorstand nur scheinbar eine eigene, pflichtgemäße Entscheidung über die Ausgabe der neuen Aktien und die Bedingungen der Aktienaussgabe“ erlaube. „In Wahrheit“ hinge „die Entscheidung über die Ausgabe zusätzlicher Aktien und deren Ausgabepreis nicht vom Vorstand der Aktiengesellschaft ab, sondern“ stünde „ausschließlich im Ermessen der Konsortial-Bank ...“. Den eigentlichen Inhalt des angefochtenen Beschlusses sieht der Senat daher in der Bewilligung der Mehrzuteilungsoption und meint, damit liege ein Verstoß gegen § 255 II AktG auf der Hand. Seiner Ansicht nach mag es zwar „zutreffen, dass der Greenshoe seit einigen Jahren integraler Bestandteil jedes Bookbuilding-Verfahrens ist“. Dies gelte aber nicht für die im Fall Senator getroffene Ausgestaltung. Vielmehr würden – wie auf der Homepage der besagten Kreissparkasse dargestellt – die zusätzlichen Greenshoe-Aktien in der Regel (!) aus dem Besitz von Altaktionären zur Verfügung gestellt. Wenn bei einer solchen Konstellation Aktionäre eigene Aktien zu einem weit unter dem Börsenkurs liegenden Preis abgeben, so wäre dies in Hinblick auf § 255 II AktG unbedenklich.

---

<sup>7</sup> Vgl. auch BGH, NJW 1997, 2815, 2817.

Demgegenüber liege ein Verstoß gegen § 255 II AktG vor, wenn die Aktien im Wege der Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre geschaffen und ausgegeben werden. Da ein Greenshoe nach Ansicht des Senats „nur ausgenutzt wird, wenn der Börsenkurs deutlich über dem Emissionskurs liege, habe der angefochtene Beschluss seinem erklärten Inhalt nach den einzigen Zweck, dem Vorstand eine gesetzwidrige Ausgabe von Aktien zu unangemessen niedrigen Preisen zu ermöglichen.“

## II. Greenshoe-Verfahren

Eine adäquate rechtliche Würdigung des Greenshoe-Verfahrens im Allgemeinen und des vorliegenden Falles im Besonderen ist nur möglich, wenn dieses und seine Implikationen im Detail verstanden werden. Dabei ist darauf hinzuweisen, dass es sich bei diesem Verfahren nicht, wie die Bezeichnung „Mehrzuteilungsoption“ suggerieren könnte, um eine einfache Rechtsbeziehung zwischen zwei Parteien mit Optionscharakter handelt. Schon gar nicht kann aus dem Begriff Mehrzuteilungsoption abgeleitet werden, dass es hierbei nur (!) um eine Wahlmöglichkeit hinsichtlich der Menge der zuzuteilenden Aktien geht. Beim Greenshoe-Verfahren handelt es sich vielmehr um einen komplexen Vorgang mit mehreren Rechtsbeziehungen, der eine Vielzahl von Rechtsfragen gesellschafts-, kapitalmarkt- und steuerrechtlicher<sup>8</sup> Natur aufwirft.

Kern des Instruments, das in Deutschland erstmals 1996 eingesetzt wurde und sich mit der zunehmenden Internationalisierung des Emissionsgeschäfts nun neben dem Bookbuilding-Verfahren dergestalt durchgesetzt hat, dass mittlerweile die absolute Mehrzahl der Neuemissionen diesen Mechanismus einbezieht, ist eine Kaufoption, die der konsortialführenden Bank 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 Option beträgt normalerweise vier bis sechs Wochen. Das vom Optionsrecht erfasste Volumen wird regelmäßig in einer Größenordnung von zehn bis fünfzehn Prozent der Haupttranche festgesetzt. Dabei hat sich die Praxis eingebürgert, dass ein Greenshoe nicht nur im gesamten Volumen, sondern auch in mehreren Tranchen ausgeübt werden kann, um so gleitend auf die Marktentwicklung reagieren zu können. Ergänzend zur Option wird eine Wertpapierleihe<sup>9</sup> oder Stundungsvereinbarung hinsichtlich der Lieferung von Aktien zur Überbrückung der Zeitspanne bis zur Ausübung der Option bzw. zur alternativen Eindeckung der Stücke im Markt vereinbart.

---

<sup>8</sup> Vgl. hierzu K. Schanz, Börseneinführung, S. 325 ff.

<sup>9</sup> Bei einem Wertpapierleihgeschäft werden Wertpapiere mit der Verpflichtung übereignet, dass der „Entleiher“ dem „Verleiher“ nach Ablauf der vereinbarten Leihfrist nicht unbedingt dieselben Wertpapiere, aber zumindest solche gleicher Art, Güte und Menge zurückübereignet. Der Entleiher tritt in alle Rechte wie das Dividenden- und das Stimmrecht aus den Wertpapieren ein und ist auch berechtigt, die Wertpapiere weiterzuverleihen, zu verpfänden oder eben zu verkaufen, wobei im Zusammenhang mit dem Greenshoe nur letzteres eine Rolle spielt. Typischerweise weisen Wertpapierleihgeschäfte relativ kurze Laufzeiten aus. Das zu leistende Entgelt orientiert sich regelmäßig am Geldmarktzins, wobei im Rahmen des Greenshoe-Verfahrens nur in Ausnahmefällen dem Verleiher nur in Ausnahmefällen ein Entgelt zufließen dürfte. In zivilrechtlicher Hinsicht handelt es sich bei einem Wertpapierleihgeschäft um ein Sachdarlehen im Sinne von § 607 BGB. Vgl. eingehend hierzu H. Häuselmann/T. Wiesenbart, Die Bilanzierung und Besteuerung von Wertpapier-Leihgeschäften, DB 1990, S. 2129 ff.

## 1. Funktionsweise

Ein Greenshoe wird in erster Linie zu Zwecken der Kurspflege oder -stabilisierung<sup>10</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 und/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 Sicherheit gewährleistet werden. Ebenso wenig kann sichergestellt werden, dass die im Bookbuilding-Verfahren als langfristig orientiert angesehenen und demnach bei der Zuteilung bevorzugt bedachten Kaufinteressenten oder auch andere Investoren Aktien nicht wenige Tage nach Zuteilung wieder auf den Markt werfen.

Um dem vorzubeugen, teilt das Emissionskonsortium - entsprechende Nachfrage vorausgesetzt - nach Festsetzung des Emissionspreises in Absprache mit dem Emittenten und/oder dessen Altaktionären den Investoren gezielt mehr Aktien zu (2), als tatsächlich zur Emission vorgesehen sind. D.h. die Banken verkaufen mehr Aktien, als sie selbst im Besitz haben.<sup>11</sup> Da sie die verkauften Aktien im Regelfall sofort liefern müssen, entsteht in ihren Depots eine Unterdeckung, die sie wie im Falle Senator zunächst einmal durch eine Wertpapierleihe (1) überbrücken können.<sup>12</sup> Alternativ hierzu können sie im Zusammenhang mit der Zuteilung mit einigen institutionellen Investoren vereinbaren, dass die diesen zugeteilten Aktien nicht wie den anderen Käufern sofort, sondern erst nach einigen Wochen geliefert werden sollen.<sup>13</sup>

---

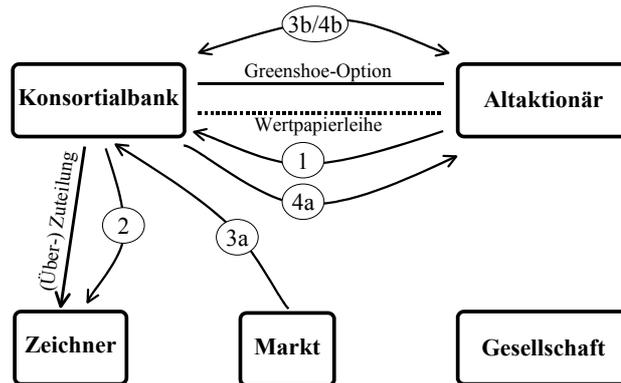
<sup>10</sup> Die Kurspflege ist eine Form der Einflussnahme auf den Börsenkurs eines Wertpapiers durch Käufe oder Verkäufe, durch die Zufallsschwankungen des Kurses vermieden werden sollen, die nicht in der Finanz- oder Geschäftslage des Emittenten oder allgemeinen Marktentwicklungen ihre Ursache haben. 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. Eingehend zur Zulässigkeit von Kurspflegemaßnahmen *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.; *K. Schanz*, a.a.O., S. 328 ff m.w.N.

<sup>11</sup> Sogenanntes „over-allotment“ oder „over-allocation“.

<sup>12</sup> C. Trapp, Erleichterter Bezugsrechtsausschluss nach § 185 III 4 AktG und Greenshoe, 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>13</sup> Im Falle eines solchen „deferred settlement“ ist die mit den Investoren zu vereinbarende Lieferfrist mit der Optionsfrist des Greenshoe abzustimmen.

**Alternative I: Aktionäre als Stillhalter des Greenshoe**



Kurs unter Bezugspreis: Lieferungen 1, 2, 4a plus Kauf im Markt (3a)  
 Kurs über Bezugspreis: Lieferungen 1 und 2 zuzüglich Aufrechnung (3b/4b)

Ihre Verpflichtungen aus der Wertpapierleihe bzw. der Vereinbarung über eine erst spätere Lieferung, können die Banken später dadurch erfüllen, dass sie Aktien im Markt kaufen (3) oder aber den Stillhalter der Greenshoe-Option, also die Altaktionäre<sup>14</sup> oder – wie im Fall Senator – den Emittenten<sup>15</sup>, in Anspruch nehmen. Dabei werden die Banken sich für den Kauf der Aktien im Markt entschließen (3a), wenn und soweit der Kurs der Aktie unter dem Emissionskurs und damit auch unter dem Bezugskurs aus der Option liegt.<sup>16</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.<sup>17</sup>

Ist der Börsenkurs in der Zwischenzeit aber wie im Falle Senator gestiegen, so ist das Konsortium in gleicher Weise aus dem Wertpapierleihvertrag oder der Vereinbarung über die spätere Zuteilung der zugeteilten 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>18</sup> außerhalb der Börse und damit ohne weiter kurstreibende Wirkung, die hier ohnehin nicht mehr nötig ist, beziehen<sup>19</sup> (3b) bzw., falls die Greenshoe-Option auch vom Verleiher der Aktien „geschrieben“ wurde, den Lieferanspruch aus der Option mit der Verpflichtung aus dem Wertpapierleihvertrag aufrechnen.

<sup>14</sup> Vgl. Grafik Alternative I.

<sup>15</sup> Vgl. Grafik Alternative II. Der emittierenden Gesellschaft fließen beim Greenshoe-Verfahren nur dann neben der Haupttranche zusätzliche Mittel zu, wenn sie „stillhaltender“ Vertragspartner des Optionsvertrages ist.

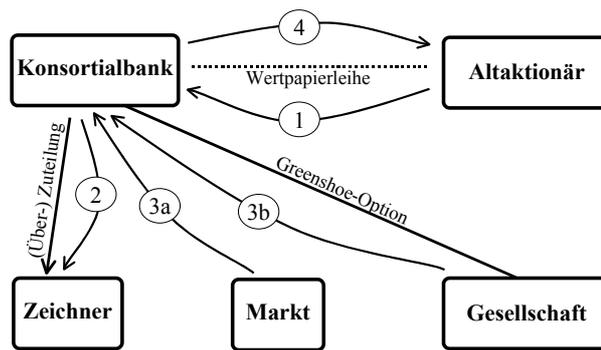
<sup>16</sup> Der Greenshoe verfällt in diesem Fall unausgeübt.

<sup>17</sup> A. Baumeister/C. Werkmeister, Auktionsverfahren für Aktienemissionen, FB 1/2001, S. 44, 47.

<sup>18</sup> Es ist offensichtlich, dass sich den Banken mit der für diese kostenlose Einräumung eines Greenshoe ein erhebliches Potenzial 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>19</sup> Vgl. hierzu auch K. Technau, Rechtsfragen bei der Gestaltung von Übernahmeverträgen („Underwriting Agreements“) im Zusammenhang mit Aktienemissionen, AG 1998, S. 445, 457 f.; H. Hofmann in M. Lutter/E. Scheffler/U. Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, S. 304 f.

## Alternative II: Gesellschaft als Stillhalter des Greenshoe



Kurs unter Bezugspreis: Lieferungen 1, 2, 4 plus Kauf im Markt (3a)  
 Kurs über Bezugspreis: Lieferungen 1, 2 und 4 zuzüglich Ausübung Option (3b)

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 platzieren. 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. Ist der Emittent Stillhalter des Greenshoe, so wird ihm dementsprechend die Aufnahme eines höheren Betrages ermöglicht. Die hieraus resultierende Stärkung der Finanzkraft der Gesellschaft sowie der die Erhöhung des Freefloats kommt wiederum allen Aktionären zugute, ist aber mit einem Verwässerungseffekt verbunden.

## 2. Rechtsfragen und Strukturierung

Die gesellschaftsrechtliche Beurteilung des Greenshoe-Verfahrens sowie die Abwicklung im Falle der Ausübung, d.h. der Inanspruchnahme des Stillhalters ist davon abhängig, ob die Kaufoption mit Aktionären oder der Gesellschaft vereinbart wird.

### a) Aktionäre als Stillhalter des Greenshoe

Die Strukturierung eines Greenshoe ist einfach, wenn er zwischen Konsortialführer bzw. Konsortium einerseits und Altaktionären andererseits vereinbart wird. Auch das Kammergericht hält diese Struktur unter dem Gesichtspunkt des § 255 II AktG ausdrücklich für unproblematisch und scheint auch ansonsten keinerlei diesbezügliche Bedenken zu haben. Hier handelt es sich bei dem betreffenden Rechtsverhältnis zwischen Bank(en) und Altaktionären um eine „normale“ Kaufoption, bei der die Banken berechtigt, aber nicht verpflichtet werden, während oder am Ende deren Laufzeit eine bestimmte Zahl von Aktien zu einem festgesetzten 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. Wie vorstehend dargelegt erfolgt die Rückabwicklung der Wertpapierleihe im Falle gesunkener Kurse, d.h. im Regelfall von Kursen unter dem Emissionskurs, 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 Kaufoption, wobei in diesem Fall dem Stillhalter der Greenshoe-

Option auch der Kaufpreis für die Aktien zufließt.

### b) Gesellschaft als Stillhalter des Greenshoe

Wie dargestellt, kann der Greenshoe auch zwischen Konsortialführer und Gesellschaft vereinbart werden. Im Gegensatz zur Ansicht des erkennenden Senats ist dies, wie die nachstehende, wenngleich auf den Neuen Markt beschränkte Statistik<sup>20</sup> zeigt, eine völlig übliche, in Hinblick auf die Häufigkeit des Einsatzes nahezu gleichwertige Konstellation, die lediglich auf der vom Senat herangezogenen Homepage der Kreissparkasse keine Berücksichtigung gefunden hat.

Jahr	Zahl der Emissionen (% aller Emissionen)	Ø Emissionsvolumen (einschließlich Mehrzuteilungsoption, in Euro mio.)	Emissionen mit Mehrzuteilungsoption (% der Emissionen)	Kaufoption durch Altaktionäre geschrieben (% der Emissionen mit Mehrzuteilungsoption)	Ø Volumen der Mehrzuteilungsoption in Relation zur Gesamtemission
1997	8 (2,67%)	24,260	5 (62,50%)	3 (60,00%)	17,22%
1998	37 (12,33%)	39,914	28 (75,68%)	15 (53,57%)	12,46%
1999	121 (40,33%)	49,852	110 (90,91%)	61 (55,45%)	12,53%
2000	124 (41,33%)	101,881	116 (93,55%)	85 (73,28%)	12,52%
2001	10 (3,33%)	50,271	10 (100,00%)	9 (90,00%)	13,31%
<b>Total</b>	<b>300 (100,00%)</b>	<b>69,463</b>	<b>269 (89,67%)</b>	<b>173 (64,31%)</b>	<b>12,63%</b>

Die spätere Bedienung der Greenshoe-Option wird in der Praxis in der Regel durch die Bereitstellung eines genehmigten<sup>21</sup> Kapitals sichergestellt, da das Halten von Vorratsaktien durch die Gesellschaft selbst nach § 56 AktG in Deutschland nicht mehr zulässig ist.<sup>22</sup> Häufig erfolgt die Ausnutzung des genehmigten Kapitals für die Haupttranche und die „Greenshoe-Aktien“ im Rahmen eines einheitlichen, gestuften Ausnutzungsbeschlusses vor Preisfestsetzung und Zuteilung der Aktien, um so die rechtzeitige Eintragung der Kapitalerhöhung hinsichtlich der Haupttranche im Handelsregister sicherzustellen. Hinsichtlich der vom Greenshoe erfassten Aktien wird dieser Beschluss als „bis zu“-Kapitalerhöhung ausgestaltet, so dass bei der späteren Ausübung der Option keine weitere Entscheidung der Gesellschaftsorgane erforderlich ist.

20 Aus S. Franzke/C. Schlag, Over-Allotment Options in IPOs on Germany's Neuer Markt – An Empirical Investigation, CFS Working Paper (2002, erscheint in Kürze). Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum vom 10. März 1997 (d.h. der Öffnung des Neuen Marktes) bis zum 31. Dezember 2001. Zugrunde lagen insgesamt 352 Emissionen, von den 52 wegen Daten Problemen, die Erhebung ansonsten verzerrenden extremen Größenordnungen der jeweiligen Emissionen oder deshalb nicht berücksichtigt wurden, weil es sich um einen reinen Segmentwechsel handelte.

<sup>21</sup> Oder eines bedingten Kapitals, wobei streitig ist, ob nackte Optionen nach § 221 AktG zulässig sind. Vgl. hierzu später.

<sup>22</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. Näher zu dieser, praktisch weitgehend irrelevanten Möglichkeit vgl. K. Schanz, a.a.O., 322 f.

Bei der Einbeziehung einer Kapitalerhöhung ist zu berücksichtigen, dass bei einer solchen die Altaktionäre nach § 186 AktG ein Bezugsrecht auf die neuen Aktien haben. Dies ist unproblematisch, wenn bei der Börseneinführung<sup>23</sup> einer Gesellschaft mit einem überschaubaren Aktionärskreis die Aktionäre ihr Bezugsrecht nicht ausüben, sondern dem Konsortialführer bzw. dem Konsortium übertragen<sup>24</sup>, was im Falle Senator aufgrund der Platzierung von Aktien im Vorfeld des Börsengangs und der hieraus resultierenden bereits relativ breiten Streuung von Aktien nicht mehr möglich war.

### III. Stellungnahme

Bei Beurteilung der Entscheidung des Kammergerichts ist zunächst einmal fraglich, inwieweit § 255 II AktG überhaupt anwendbar ist, wenn wie hier die Festsetzung des Ausgabepreises durch den Vorstand erfolgt und der Beschluss der Hauptversammlung hierfür keine Vorgaben beinhaltet. Zum anderen ist fraglich, ob im Falle Senator der Ausgabebetrag der Aktien tatsächlich unangemessen niedrig war und damit die Voraussetzungen der Norm für eine Anfechtung gegeben sind. Damit unmittelbar zusammenhängt die allgemein wirkende Frage, ob der hinter §§ 255 II und 186 III 4 AktG stehende Rechtsgedanke des Aktionärsschutzes durch den Greenshoe-Mechanismus bzw. eine in diesem Zusammenhang von der Gesellschaft geschriebene Kaufoption verletzt wird.

#### 1. Anwendbarkeit des § 255 II AktG

Da sich § 255 II AktG nach seinem Wortlaut nur auf den „sich aus dem Erhöhungsbeschluss ergebende(n) Ausgabebetrag oder ... Mindestbetrag, unter dem die neuen Aktien nicht ausgegeben werden sollen“ bezieht, ist eine direkte Anwendung der Norm nur dann möglich, wenn sich der Ausgabe- oder Mindestbetrag aus dem Erhöhungsbeschluss selbst ergibt.<sup>25</sup> Nach anderer, den Wortlaut von § 255 II AktG über Gebühr einengender Auffassung<sup>26</sup> beschränkt sich die direkte Anwendbarkeit auf die in den §§ 182 ff. AktG geregelte direkte Kapitalerhöhung, wobei diese Einschränkung im Ergebnis dadurch irrelevant wird, dass die Vertreter dieser Meinung zumindest eine analoge Anwendung auf andere Arten der Kapitalerhöhung zulassen wollen, solange nur der Hauptversammlungsbeschluss selbst den Ausgabebetrag der jungen Aktien oder einen Mindestbetrag hierfür festlegt.

Demgegenüber bestand bis zur Entscheidung des Kammergerichts im Fall Senator Einigkeit darüber, dass § 255 II AktG weder direkt noch analog anwendbar ist, wenn wie hier der Beschluss der Hauptversammlung nicht die von der Norm geforderten Vorgaben für die Preisgestaltung beinhaltet. Hiervon will das Kammergericht im Interesse eines

---

<sup>23</sup> Dies gilt grundsätzlich auch bei Kapitalerhöhungen, wenn nur die erforderliche Einigung zwischen den Aktionären erzielt werden kann.

<sup>24</sup> Dies erfolgt in der Regel kostenfrei, kann aber auch gegen Zahlung eines Kaufpreises geschehen.

<sup>25</sup> U. Hüffer, AktG; § 255 Rdnr. 6; P. Sinewe, DB 2002, S. 314, 315.

<sup>26</sup> W. Groß, Das Ende des so genannten „Greenshoe“, ZIP 4/2002, S. 160, 164.

wirksamen Rechtsschutzes überstimmter Aktionäre nun abweichen, da nach seiner Meinung ein gesetzmäßiges Verhalten des Vorstands nach dem Inhalt des Beschlusses überhaupt nicht möglich war, nachdem der Konsortialbank die Option eingeräumt worden war.

Wenn das Kammergericht, insoweit - in Grenzen - durchaus begrüßenswert, den Rechtsschutz von Minderheitsaktionären zur Leitlinie seiner Abwägungen erhebt, so übersieht es, dass es hierfür gar keiner analogen Anwendung oder eines Rückgriffs auf § 255 II AktG bedarf, da der Beschluss der Hauptversammlung auch durch Erhebung einer Anfechtungsklage gemäß §§ 255 I, 243 i.V.m. § 186 III 4 AktG einer gerichtlichen Überprüfung unterworfen werden konnte.<sup>27</sup> Allerdings hätte im Falle Senator auch dieser Weg des Vorgehens gegen den Beschluss der Hauptversammlung (!) nur mit der, wie noch zu zeigen sein wird, unhaltbaren Begründung des Kammergerichts Erfolg haben können.

Die richtigen Instrumente gegen die Ausgabe von Aktien zu einem vermeintlich zu niedrigen Kurs sind vielmehr die Feststellungsklage und – soweit noch möglich – die Unterlassungsklage. Daneben besteht bei - tatsächlich - rechtswidriger Festsetzung des Ausgabebetrages für neue Aktien die Möglichkeit, den Vorstand nach § 93 II AktG auf Schadensersatz in Anspruch zu nehmen. Wenn das Kammergericht insoweit meint, ein Vorgehen gegen den Vorstand im Wege der Schadensersatzklage würde jedenfalls dann wenig Erfolg versprechen, wenn das Verhalten des Vorstands genau dem Inhalt des der Anfechtung entzogenen, von der (qualifizierten) Mehrheit der Aktionäre gebilligten Ermächtigungsbeschlusses entspricht, so kann auch dem nicht gefolgt werden. Der Senat übersieht dabei nämlich, dass der hinter § 186 III 4 AktG wie § 255 II AktG stehende Rechtsgedanke den Schutz der Aktionäre vor Verwässerung zu nicht adäquaten Kursen bezweckt<sup>28</sup> und es nicht angehen kann, dass hier die Rechte der Minderheitsaktionäre durch die Mehrheitsaktionäre eingeschränkt werden. § 186 III 4 AktG ist deshalb objektiv auszulegen, eine Entscheidung der Hauptversammlung ist daher hinsichtlich der Beurteilung der Höhe des Ausgabepreises weitgehend irrelevant und kann allenfalls in absoluten Grenzfällen Berücksichtigung finden.

## **2. Angemessener Ausgabebetrag**

Zum anderen – und dies ist die sehr viel bedeutsamere Frage als die nach dem Wege der Anfechtung – kann dem Gericht nicht gefolgt werden, wenn es meint, es wäre „offensichtlich, dass der Beschluss des Vorstands vom 9. Februar 1999, der Konsortialbank die Greenshoe-Aktien zum Ausgabepreis von 38 € zu überlassen, obwohl zum damaligen Zeitpunkt Aktien der Beklagten an der Börse zu Kursen weit über 100 € gehandelt wurden, den Tatbestand des § 255 Abs. 2 AktG erfüllt.“ Sicherlich hätte eine solche Entscheidung die Voraussetzungen der fehlenden Angemessenheit i.S.d. § 255 II AktG bzw. einer wesentlichen Unterschreitung des Börsenpreises i.S.d. § 186 III 4 AktG erfüllt, wenn sie vom Vorstand ohne die vorherige Einräumung der Option im Zusammenhang

---

<sup>27</sup> *W. Groß*, a.a.O., S. 160, 165.

<sup>28</sup> Vgl. *U. Hüffer*, AktG; § 186 Rdnr. 2; § 255 Rdnr. 2;

mit dem Greenshoe-Verfahren oder ohne eine andere entsprechende Verpflichtung getroffen worden wäre. Wenn aber wie hier der Ausgabe der Aktien eine eigenständige, mit Zustimmung des Aufsichtsrats getroffene Entscheidung des Vorstands über die Einräumung einer Kaufoption, d.h. die Eingehung einer Verpflichtung zur Lieferung eigener Aktien, vorausgeht, so ist bei der Anwendung der §§ 186 III 4 und 255 II AktG auf den Zeitpunkt dieser Entscheidung abzustellen<sup>29</sup>.

Es ist dabei völlig verfehlt, wie das Kammergericht zu behaupten, „der hier angefochtene Beschluss“ habe „seinem erklärten Inhalt nach den einzigen Zweck, dem Vorstand eine gesetzwidrige Ausgabe von Aktien zu unangemessen niedrigen Preisen zu ermöglichen“ und erlaube „dem Vorstand nur scheinbar eine eigene, pflichtgemäße Entscheidung über die Ausgabe der neuen Aktien und die Bedingungen der Aktienaussgabe“. Ebenso an der Sache vorbei geht die ansonsten durchaus richtige Feststellung des Gerichts, „in Wahrheit hing die Entscheidung über die Ausgabe zusätzlicher Aktien und deren Ausgabepreis nicht vom Vorstand der Aktiengesellschaft ab, sondern stand ausschließlich im Ermessen der Konsortialbank, der zuvor die Mehrzuteilungsoption eingeräumt worden war...“. Dies ist nämlich immer dann der Fall, wenn eine Gesellschaft eine „Option schreibt“, d.h. entsprechende Verpflichtungen, die ja - zumindest in der Form von Wandelanleihen, Optionsanleihen und entsprechenden Genussrechten - in § 221 AktG durchaus vorgesehen sind, eingeht. Hier verbleibt dem Vorstand nach dem Eingehen der Verpflichtung keinerlei geschäftspolitische Entscheidung mehr über das Ob und Wie der Aktienaussgabe einschließlich des Ausgabepreises, er ist vielmehr darauf beschränkt, das Vorliegen der rechtlichen Voraussetzungen für eine Aktienaussgabe<sup>30</sup> zu überprüfen.

### 3. Rechtliche Würdigung

Letztendlich ist das Urteil des Kammergerichts nicht nur vom Ergebnis, sondern auch vom Ansatz her abzulehnen. So ist es völlig verfehlt, hier die Anwendbarkeit von § 255 II AktG in den Mittelpunkt der Erwägungen zu stellen und sich so auf Nebenkriegsschauplätzen zu verlieren. § 255 II AktG hat hier nämlich keinen eigenständigen Charakter als Anfechtungsgrund, sondern besagt lediglich, dass „eine Anfechtung ... auch“ (!) auf einen unangemessen niedrigen Ausgabekurs gestützt werden kann. Diese Formulierung im Gesetz dient letztendlich lediglich der Klarstellung. So ist davon auszugehen, dass hinter den §§ 186 III 4 und 255 II AktG derselbe Schutzgedanke steht und im Regelfall (!) der Ausgabebetrag neuer Aktien, der den Börsenkurs wesentlich i.S.d. § 186 III 4 AktG unterschreitet, auch unangemessen i.S.d. § 255 II AktG ist. Gleiches gilt im umgekehrten Fall.<sup>31</sup>

---

<sup>29</sup> *W. Groß*, a.a.O., S. 160, 165; *P. Sinewe*, DB 2002, S. 314, 315, die allerdings nicht auf den einzig relevanten Zeitpunkt der Eingehung der Verpflichtung aus der Option abstellen, sondern auf die insoweit irrelevante, im Regelfall aber nicht unbedingt zeitgleich erfolgende Zuteilung der Aktien, die im Fall Senator wie häufig zudem von Dritten bereitgestellt wurden.

<sup>30</sup> Vgl. z.B. § 219 AktG.

<sup>31</sup> Inwieweit tatsächlich bei den Anwendung von § 255 II AktG nicht wie bei § 186 III 4 AktG auf den Börsenkurs, sondern auf den so genannten wirklichen Wert eines Unternehmens, d.h. auch stille Reserven und innerer Wert, abzustellen ist, kann hier offen bleiben (näher hierzu vgl. U. Hüffer, AktG, § 255 Rdnr. 5 m.w.N.), da davon auszugehen ist, dass die Konsortialbanken den wahren Wert des Unternehmens im Zuge des Emissionsverfahrens ermittelt und bei der Festlegung der Bookbuilding Spanne und damit auch bei der Festsetzung des letztendlichen

Richtigerweise hätte sich das Kammergericht in einem ersten Schritt zunächst mit der Frage beschäftigt, ob der Ausgabebetrag wesentlich den Börsenkurs unterschreitet und daher ein Verstoß gegen § 186 III 4 AktG vorliegt. Im Rahmen dieser Prüfung wäre es zu der Feststellung gekommen, dass im Zeitpunkt der tatsächlichen Ausgabe der neuen Aktien zwar eine wesentliche Unterschreitung i.S.d. § 186 III 4 AktG vorgelegen hat.

In einem zweiten Schritt hätte der Senat aber zu prüfen gehabt, ob hier wirklich auf den Zeitpunkt der Ausgabe der Aktien abzustellen war oder richtigerweise auf den, zu dem die Gesellschaft die Verpflichtung aus dem Optionsvertrag eingegangen ist, bzw. auf den des entsprechenden Vorstandsbeschlusses. Grundvoraussetzung für die Zugrundelegung des letztgenannten Zeitpunkts wäre, dass eine Gesellschaft - entsprechende, hier vorliegende Ermächtigungen ihrer Hauptversammlung vorausgesetzt - überhaupt „nackte Optionen“ auf eigene Aktien schreiben darf. Dabei ist davon auszugehen, dass nackte Optionen in dem hierfür relevanten § 221 AktG, der nur von Wandelschuldverschreibungen, Optionsanleihen, Gewinnschuldverschreibungen und Genussrechten spricht, nicht *expressis verbis* vorgesehen sind und daher die grundsätzliche Zulässigkeit vor dem Hintergrund der Strenge des Aktiensrechts fraglich ist. All den genannten Instrumenten ist gemein, dass sie lediglich Gläubiger-, nicht aber Mitgliedschaftsrechte vermitteln<sup>32</sup> und trotzdem infolge des Rechts zum künftigen Erwerb von Aktien, eines Anspruchs auf eine ergebnisabhängige Verzinsung des bereitgestellten Kapitals oder auf sonstige aktionärstypische Vermögensrechte eine potenzielle Kollision mit den Interessen der Aktionäre resultiert. Deshalb verlangt § 221 AktG zum Schutz der Aktionäre vor Eingriffen in die mitgliedschaftliche oder vermögensmäßige Struktur für die Ausgabe der genannten Instrumente die Zustimmung der Hauptversammlung, die einer qualifizierten Mehrheit bedarf. Außerdem haben die Aktionäre ein Bezugsrecht auf das auszugebende Wertpapier.<sup>33</sup>

All diese Voraussetzungen müssen auch beim Eingehen sonstiger Verpflichtungen auf die Überlassung von Aktien der Gesellschaft im Rahmen von Optionsverträgen gewährleistet sein, wobei die im Rahmen von Greenshoe-Optionen die mittlerweile praktisch wichtigsten Fälle darstellen<sup>34</sup>. Ist dies aber der Fall, besteht keine Veranlassung, sie anders als Optionsanleihen oder Optionsgenussrechte zu behandeln. Im Ergebnis ergibt sich die Zulässigkeit von Stillhalterpositionen aus Kaufoptionen auf eigene Aktien daher aus einer direkten Analogie zu § 221 I AktG oder - wenn man sie als eine Art Genussrecht qualifiziert - aus § 221 III AktG, nach dem § 221 I AktG sinngemäß anzuwenden ist.<sup>35</sup> Durch die Zulassung des Eingehens solcher Verpflichtungen kommt es auch nicht zu einer Umgehung von § 187 AktG, da im Zusammenspiel mit § 192 AktG lediglich das Schutzobjekt ausgetauscht wird, indem der Aktionär nach § 221 IV AktG eben grundsätzlich ein Bezugsrecht auf die Optionsanleihe, den Optionsschein oder wie im Fall

---

Emissionspreises berücksichtigt haben, allenfalls noch unter Subtraktion eines gewissen Zeichnungsanreizes.

<sup>32</sup> M. Lutter, Kölner Kommentar zum AktG § 221, Rdnr. 3.

<sup>33</sup> Daneben resultieren aus § 221 II 2 bis 3 AktG bestimmte Publizitätsanforderungen.

<sup>34</sup> Andere, wenngleich in der Praxis weniger häufige Anwendungsfälle sind Optionsscheine, die von Gesellschaften auf eigene Aktien emittiert werden. Vgl. hierzu K. Schanz, a.a.O., S. 448 ff.

<sup>35</sup> A. Fuchs, Selbständige Optionsscheine als Finanzierungsinstrument der Aktiengesellschaft, AG 1995, S. 433, 442 ff.

Senator das sonstige Optionsrecht hat.<sup>36</sup>

Für den Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre auf das Optionsrecht gelten nach § 221 IV 2 AktG die allgemeinen Regelungen des § 186 AktG.<sup>37</sup> Dabei waren im Falle Senator die formellen Voraussetzungen des Ausschlusses<sup>38</sup> nicht streitig. Demgegenüber wurden in materieller Hinsicht die tatbestandlichen Voraussetzungen für einen Bezugsrechtsausschluss in Frage gestellt, wobei das Gericht in erster Linie auf den Bezugspreis abgestellt hat. Dabei ist dieser nur einer der hier relevanten Aspekte. So besteht in Anbetracht der Schwere des aus einem Bezugsrechtsausschluss resultierenden Eingriffs in das Mitgliedschaftsrecht des Aktionärs, dass dieser, auch wenn in § 186 III und IV AktG die materiellen Voraussetzungen für den Ausschluss nicht vollumfänglich ausdrücklich genannt werden, einer sachlichen Rechtfertigung bedarf. D.h., er muss unter Berücksichtigung aller Aspekte im Gesellschaftsinteresse liegen, geeignet, erforderlich und verhältnismäßig sein<sup>39</sup>. Insbesondere ist nach der umstrittenen Regelung<sup>40</sup> des § 186 III 4 AktG der Ausschluss des Bezugsrechts dann zulässig, wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zehn Prozent des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenkurs nicht wesentlich unterschreitet.

Dabei bleiben schon bei der Barkapitalerhöhung wichtige Fragen offen. So ist ungeklärt, wann eine Unterschreitung wesentlich ist, d.h. welcher Prozentsatz für die Abweichung zwischen Börsenkurs und Ausgabekurs zugrunde zu legen ist. Ebenso wenig geklärt ist die Frage, ob für den Börsenkurs ein bestimmter Stichtag gilt oder aber ein Durchschnittskurs über einen wie auch immer zu bestimmenden Zeitraum festzustellen ist. Bei der Emission von Options- oder Wandelrechten wird die Anwendbarkeit von § 186 II 4 AktG in Anbetracht der uneingeschränkten Anordnung in § 221 IV 2 AktG zwar „im Ansatz“ bejaht<sup>41</sup>, gleichzeitig sollen seine Voraussetzungen in der Regel hier aber nicht erfüllt sein, so dass eine Rechtfertigung durch Preisargumente ausscheide<sup>42</sup>. Für diese Ansicht spricht, dass die Einräumung von Options- oder Wandelrechten unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre in Anbetracht der damit verbundenen Verwässerungsgefahr auch dann eine Beeinträchtigung der Rechte der Aktionäre darstellen kann, wenn der Bezugs- bzw. Wandelkurs nahe dem Börsenpreis bei Begründung des Options- bzw. Wandelrechts liegt oder diesem entspricht. Dabei ist davon auszugehen, dass diese Beeinträchtigung umso höher ist, je niedriger – absolut wie relativ zum Börsenpreis – der Bezugskurs ist und zudem mit der Laufzeit des Options-

---

<sup>36</sup> Zur Absicherung der Verpflichtungen aus Optionsverträgen durch Bereitstellung eines genehmigten oder bedingten Kapitals vgl. *K. Schanz*, a.a.O., S. 453 f.

<sup>37</sup> Zur Frage, ob § 186 III 4 AktG auch auf die in § 221 AktG genannten Instrumente anwendbar ist, vgl. die überzeugenden Ausführungen von *R. Marsch-Barner*, Die Erleichterung des Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, AG 1994, S. 532, 538 ff.; *W. Groß*, Bezugsrechtsausschluss bei Barkapitalerhöhung: Offene Fragen bei der Anwendung des neuen § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, DB 1994, S. 2431, 2435 f.

<sup>38</sup> Z.B. Beschluss durch die Hauptversammlung, Mehrheitsanforderungen, Bekanntmachung, schriftlicher Bericht des Vorstands.

<sup>39</sup> Zu den formellen und materiellen Voraussetzungen für den Bezugsrechtsausschluss vgl. statt vieler *U. Hüffer*, AktG, § 186 Rdnrn. 20 ff.

<sup>40</sup> Vgl. hierzu *U. Hüffer*, a.a.O. § 186 Rdnrn. 39a ff.

<sup>41</sup> *W. Groß*, a.a.O., DB 1994, S. 2431, 2435

<sup>42</sup> *U. Hüffer*, a.a.O. § 221 Rdnr. 43a; Ausschuss BT-Drucksachen 12/7848, S. 17; *M. Lutter* in *Kölner Kommentar zum AktG*; Nachtrag § 186 Rdnr. 39. Vgl. aber auch *W. Groß*, a.a.O.; DB 1994, S. 2431, 2436 ff.; *R. Marsch-Barner*, Die Erleichterung des Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, AG 1994, S. 532, 538 ff.

bzw. Wandelrechts steigt. Dies heißt zum einen, dass durchaus auf das Verhältnis zwischen Bezugskurs und Börsenkurs abzustellen ist. Zum anderen kann dies aber nicht ausreichen. Vielmehr muss für den Ausschluss des Bezugsrechts im Zusammenhang mit dem Eingehen der Verpflichtung aus dem Options- oder Wandelrecht auch eine sachliche Rechtfertigung vorliegen, wobei die Anforderungen an diese entsprechend der vorstehend erläuterten Beeinträchtigung der Aktionärsinteressen mit der Laufzeit steigen und auch bei einem niedrigeren Bezugskurs höher sein müssen als bei einem hohen.

Im Rahmen der dabei erfolgenden Gegenüberstellung von „Ausgabebetrag“ und „Börsenpreis“ i.S.v. §§ 221 IV 2, 186 III 4 AktG ist einheitlich auf den Preis der Aktie beim Eingehen der Verpflichtung abzustellen. Demgegenüber ist unhaltbar und unlogisch, wie das Kammergericht im Falle Senator den Börsenpreis bei Ausübung des Optionsrechts zugrunde zu legen. Dieser kann den Organen einer Gesellschaft bei Emission einer Options- oder Wandelanleihe bzw. bei Eingehen der Verpflichtung aus einem Optionsvertrag nicht bekannt sein. Wäre die Ansicht des Kammergerichts richtig, so liefen die Organe beim Eingehen von Optionsverpflichtungen immer Gefahr, dass ihre Entscheidung trotz sorgfältigstem Vorgehen später aufgehoben wird. Auf welchen Kurs sollten denn dann bei einer länger laufenden Option, z.B. im Falle einer Optionsanleihe mit einer Laufzeit (einschließlich des Optionsrechts) von beispielsweise 5 Jahren abgestellt werden? Eventuell auf einen, der bei Erhebung einer Klage und dem Fällen des Urteils noch gar nicht existiert. Sollte hier die Erhebung der Klage erst nach Auslaufen des Optionsrechts möglich sein oder ein vorher angestregtes Verfahren bis dahin ausgesetzt werden? Oder wäre hier dann nicht wie bei kurz laufenden Optionen (z.B. im Rahmen eines Greenshoe-Verfahrens) auf einen späteren Kurs abzustellen, sondern dann doch auf den Börsenkurs bei Emission?

Dies alles kann nicht richtig sein. Einzig und allein relevant für die Gegenüberstellung von Ausgabepreis und Börsenpreis (wie im übrigen auch für die Beurteilung der Angemessenheit i.S.d. § 255 AktG) ist der Kurs zum Zeitpunkt der Emission, nicht aber ein späterer Zeitpunkt. Da bei Eingehen der Optionsverpflichtung im Rahmen eines Börsengangs im Regelfall lediglich der Emissionspreis fixiert worden ist, aber noch keine Zuteilung stattgefunden hat und auch noch kein erster Kurs festgestellt worden ist, der ohnehin häufig stark zufallsbedingt ist, ist auf den Emissionspreis abzustellen, der Resultat einer Unternehmensbewertung durch Spezialisten und gegebenenfalls einem darauf basierenden Bookbuilding-Verfahren ist, in dessen Vorfeld häufig auch bereits institutionelle Anleger um ihre Preiseinschätzung gebeten wurden. Entsprechendes muss auch bei Kapitalerhöhungen bereits börsennotierter Unternehmen gelten, d.h. hier ist auf den Börsenkurs der Altaktie bei Begründung der Optionsverpflichtung abzustellen.<sup>43</sup>

Hier - wie regelmäßig auch sonst bei Anwendung des Greenshoe-Verfahrens - hat der Bezugspreis dem Emissionskurs bei Eingehen der Optionsverpflichtung genau entsprochen. Insoweit bestehen keine Bedenken gegen die Rechtmäßigkeit des Handelns von Vorstand und Aufsichtsrat und schon gar nicht gegen den Beschluss der Hauptversammlung. Auch ansonsten ist das Schreiben der Option durch die Gesellschaft

---

<sup>43</sup> Dabei kann man einzig noch darüber diskutieren, ob hier ein Stichtagskurs oder ein Durchschnittskurs zugrunde zu legen ist. Vgl. hierzu U. Hüffer, AktG, § 186, Rdnr. 39d m.w.N..

im Rahmen eines Greenshoe-Verfahrens sachlich gerechtfertigt, da die Einräumung der Option unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre in Anbetracht der vorstehend geschilderten Vorteile des Verfahrens unter Berücksichtigung aller Aspekte im Gesellschaftsinteresse liegt, geeignet, erforderlich und verhältnismäßig ist.<sup>44</sup>

Der vorstehend genannte Aspekt der Verhältnismäßigkeit könnte allenfalls dann anders zu beurteilen sein, wenn das Greenshoe-Verfahren einer Partei ein unangemessenes Ertragspotential zu Lasten der Gesellschaft oder der Aktionäre ohne entsprechende Gegenleistung eröffnen würde. Ein solch unangemessener Ertrag wäre bei dem mit zu berücksichtigenden Volumen der Gesamtemission von ca. 60 Mio. € hier sicherlich gegeben gewesen, wenn die klägerische Behauptung richtig gewesen wäre, die konsortialführende Bank habe die Aktien aus der Option mit einem Gesamtgewinn von mehr als 30 Millionen DM weiterverkauft. Diese leider in dem Urteil nicht richtig gestellte und auch ohne Widerspruch gebliebene Behauptung ist unhaltbar, wenn die Berechtigte aus der Option geliehene Aktien wie im Falle Senator bereits bei der Emission im Rahmen der Overallocation zum Emissionspreis platziert hat. Die Bank hatte also gar keine Aktien mehr, die sie zu einem höheren Preis als dem Emissionspreis hätte verkaufen können. Die Aktien, die sie nach Ausübung der Option von der Gesellschaft erhielt, musste sie sofort an die Altaktionäre zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen aus der Wertpapierleihe weiterleiten. Einziger Zusatzertrag, den die Banken somit aus dem Greenshoe und die Option erwirtschaftet haben, war der zusätzliche Provisionsertrag auf das Volumen der im Rahmen der Zuteilung platzierten Aktien aus dem Greenshoe.

Der Klarstellung halber sei abschließend erwähnt, dass die im Greenshoe-Verfahren aus einer Option berechtigte Bank nur in Ausnahmefällen die Möglichkeit hat, aus dem Verfahren zusätzliche Erträge zu erzielen. So kann die Bank zum einen nach Zuteilung des Greenshoe-Volumens zum Emissionspreis die Aktien, die sie zur Rückführung der Wertpapierleihe benötigt, im Falle sinkender Kurse billiger im Markt zurückkaufen. Soweit ersichtlich beinhalten die Mandats- und Übernahmeverträge, die Banken mit Börsenkandidaten und deren Altgesellschaftern abschließen, keine Regelungen, nach denen solche Kursdifferenzen von den Banken abzuführen sind, was aktienrechtlich unproblematisch ist, schon da die Option unausgenutzt verfällt. Zum anderen ist denkbar, dass eine Bank in Anbetracht des Zeichnungsinteresses nur das Volumen der Haupttranche zuteilt, im Falle von Kurssteigerungen später aber trotzdem versucht, die Aktien aus der Kaufoption zu ziehen. Wurde bei der Vertragsgestaltung versäumt, die Ausübbarkeit der Option von der vorherigen Zuteilung der entsprechenden Aktien abhängig zu machen, so bestünde tatsächlich die Gefahr einer entsprechenden Bereicherung der Bank zu Lasten der Gesellschaft und der Aktionäre, wobei - soweit ersichtlich - bislang kein Gericht darüber entscheiden musste, ob die Einräumung der Option gegenüber der konsortialführenden Bank nicht auch ohne entsprechende Regelung die inzidente Bedingung der vorherigen Overallocation beinhaltet.

---

<sup>44</sup> T. Busch, Aktuelle Rechtsfragen des Bezugsrechts und Bezugsrechtsausschlusses beim Greenshoe im Rahmen von Aktienemissionen, AG 2002, S. 230, 232.