

## von Hinten: Unternehmensfinanzierung, #02

04.05.2006

Diese Mitschrift stellt eine Ergänzung des Script's „von-hinten\_02\_script\_c\_060427.pdf“ dar.

- Der Leistungstest wird im Wesentlichen aus Multiple-Choice-Aufgaben bestehen, aber auch 1-2 Aufgaben mit freiem Argumentieren beinhalten
- „Der Erwartungswert beim Ankreuzen der Multiple-Choice-Aufgaben ohne Nachdenken ist gleich Null.“
- Es wird keine Berechnungen geben (bei denen man die Kenntnis einer Formel voraussetzen würde) und der Inhalt ab Teil C 2.4 wird nicht geprüft; für den Test gibt es 60 min. Zeit zur Bearbeitung.

- 
- Eine Kapitalerhöhung gegen Einlage ist eine „**ordentliche Kapitalerhöhung**“<sup>1</sup>; die auf **187** dargestellten ersten drei Arten der Kapitalerhöhung geschehen **mit**, die 4. aber **ohne Kapitalfluß**.

**191**

- Darstellung **Kapitalerhöhung gegen Einlage**
  - ⇒  $I = \text{Eigenkapitalbedarf} = \text{„Investitionsbetrag“} = K_E \cdot n$ 
    - die üblichen Gebühren, Provisionen usw. seien bei dieser Betrachtung Null – durch solche Transaktionskosten würde die Berechnung erheblich kompliziert und der Erkenntnisgewinn nähme nicht zu
  - ⇒ das „**Bezugsverhältnis**“<sup>2</sup> von z.B. „4:1“ beschreibt, daß man für 4 alte Aktien 1 Neue bekommt
  - ⇒ normalerweise **ändert sich die Dividendenberechtigung**, um Alt-Aktionäre nicht zu benachteiligen, das bleibt aber hier unberücksichtigt
  - ⇒ die Spanne Börsenkurs–Emmissionskurs ist heute nicht mehr so groß wie früher
  - ⇒ vor dem Kauf der Aktien muß das „**Bezugsrecht**“<sup>3</sup> gekauft werden, sodaß die Investition beim Erwerb neuer Aktien größer wird

---

<sup>1</sup> Die **ordentliche Kapitalerhöhung** wird auch als Kapitalerhöhung gegen Einlagen bezeichnet. Denn die Erhöhung des Grundkapitals erfolgt durch Einlagen der Gesellschafter oder durch Emission (Ausgabe) neuer Aktien. Dafür ist eine Zustimmung der Hauptversammlung erforderlich, bei der mindestens 3/4 des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals zustimmen muß (§§ 182–191 AktG). Der Aktiennennbetrag wird vom gezeichneten Kapital, das Agio von der Kapitalrücklage erfasst (§§ 182–191 AktG).

<sup>2</sup> Das **Bezugsverhältnis** ist ein Begriff aus dem Wertpapierhandel. Es beschreibt das Recht eines Altaktionärs auf den Erwerb junger Aktien bei einer Kapitalerhöhung im Verhältnis zu den bereits gehaltenen Aktien. Das Bezugsverhältnis wird durch die Hauptversammlung bestimmt und bedarf nach deutschem Recht einer 75%igen Mehrheit des anwesenden Kapitals. Das Bezugsverhältnis und Bezugsrecht (lt. Aktiengesetz) dienen dazu, dass Altaktionäre die Mehrheitsverhältnisse nach einer Kapitalerhöhung der AG, weiterhin aufrecht erhalten können.

<sup>3</sup> Das **Bezugsrecht** ist das Recht eines Aktionärs auf den Bezug von jungen (neuen) Aktien bei einer Kapitalerhöhung. Durch das Bezugsrecht soll das prozentuale Verhältnis des Aktionärs am gezeichneten Kapital (Grundkapital) der Aktiengesellschaft (AG) erhalten bleiben. Wird beispielsweise das gezeichnete Kapital einer AG von 50 Mio. auf 60 Mio. erhöht, so erhält jeder Aktionär für 5 alte Aktien das Recht, eine neue Aktie (auch junge Aktie) im Rahmen der Kapitalerhöhung zu erwerben (Bezugsverhältnis 5 : 1). Für jede alte Aktie in ihrem Besitz erhalten die Aktionäre ein Bezugsrecht. Fehlen einem Aktionär die notwendigen Bezugsrechte, um eine junge Aktie erwerben zu können, kann er die ihm fehlenden Bezugsrechte zukaufen. Der Aktionär kann auch alle oder einen Teil der ihm zugewiesenen Bezugsrechte verkaufen oder seine Bezugsrechte verfallen lassen.

Nicht bei jeder Kapitalerhöhung gibt es notwendigerweise Bezugsrechte. Die Aktionäre können bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung das Bezugsrecht ausschließen (3/4 Mehrheit in der Hauptversammlung). Es muss ausgeschlossen werden, wenn die AG Belegschaftsaktien ausgeben will bzw. wenn eine Wandelschuldverschreibung (Umtausch von Fremdkapital in Aktien am Ende der Laufzeit der Anleihe) aufgelegt wird.

193

- Normalerweise gilt „one share – one vote“; Ausnahme davon sind die „**Mehrstimmrechtsaktien**“, die aber nur noch seltenst anzutreffen sind. Bspw. hielt früher das Land Niedersachsen bei VW solche Aktien und auch bei BMW und manchen Versicherungsgesellschaften gab es sie; die Motivation dafür war meistens die Sicherung der Macht gründernaher Kreise.

195

- Eine **Kapitalerhöhung** bedingt eine Satzungsänderung und ist darum in einem eigenen TOP einer HV zu behandeln. Die geplante Kapitalerhöhung wird also spätestens mit der Einladung zur HV bekannt und es wird sich eine Reaktion im Börsenkurs zeigen.
- Das **Bezugsrecht** der Aktien wird von den Aktien **getrennt** und etwa 2 Wochen (also ca. 10 Handelstage) separat gehandelt – in dieser Zeit werden also Aktien ohne ihr Bezugsrecht und parallel dazu Bezugsrechte ohne Aktien ge- und verkauft. Der theoretische (rechnerische) Wert eines Bezugsrechts ergibt sich nach der „**Bezugsrechtsformel**“ zu  $B = (K_0 - K_E) / (1 + \frac{a}{n})$  oder der „**Mischkursformel**“ (ein unglücklicher Begriff)

201

- Die **Aktionäre** müssen der **Kapitalerhöhung** auf der Hauptversammlung **zustimmen**, – das tun sie nur, wenn sie keine negativen Einflüsse auf ihr Vermögen befürchten müssen. Der spätere Umgang der Aktionäre mit ihren Bezugsrechten (Verkauf vs. Nutzung) beeinflusst seine Vermögensposition.

202

- „**Opération blanche**“ meint den Verkauf eines Teiles der Bezugsrechte eines Aktionärs in genau der Zahl, daß er mit dem Erlös die verbleibenden Bezugsrechte ausüben kann.

203

- $m$  = Anzahl gehaltener Aktien

207

- Wichtige Erkenntnisse (gelten beim Markt im Gleichgewicht)
  - das **Handeln** des **Altaktionärs** ändert sein **Vermögen nicht**
  - eine **Verwässerung** ist **irrelevant**
  - der **Emmissionskurs** ist **irrelevant**  
→ aber: der Ausgabekurs hat **Signalwirkung**
  - wichtig ist die **Reaktion** des Börsenkurs' auf die **Ankündigung**

208

- das **Kursbildungsmodell** ist simpel und ohne Gewinnthesaurierung
  - ⇒ in Form unendlicher geometrischer Reihe ergibt sich eine einfache Möglichkeit, die Summenformel einfach auszurechnen
  - ⇒  $r_E$  ist der **Kalkulationszinsfuß**<sup>4</sup> (risikoäquivalente Verzinsung, Eigenkapitalkosten, vom Aktionär erwartete Verzinsung)

210

- $i$  = Investitionsverzinsung

---

<sup>4</sup> Der **Kalkulationszinsfuß** oder Kalkulationszinssatz (engl. *hurdle rate* oder *required rate of return*) wird in der Investitionsrechnung bei Discounted Cash-Flow Analysen verwendet. Er bezeichnet die subjektive Mindestverzinsungsforderung eines Anlegers an seine Investition und bestimmt, wie stark weiter in der Zukunft liegende Zahlungen auf ihren Barwert abgewertet werden. Der Kalkulationszinsfuß wird ermittelt indem die Kapitalkosten oder gewichteten Kapitalkosten um eine Risikoprämie erhöht (Investition) oder vermindert (Kreditvergabe) werden. [wikipedia]

- **Kapitalerhöhung** werden unterschiedlich bewertet
  - ⇒ **VW** machte vor ca. 3-4 Jahren eine Kapitalerhöhung, die so **negativ** bewertet wurde, daß der Kurs etwa 25% fiel
  - ⇒ **Lufthansa** machte eine Kapitalerhöhung mit einer Kapitalverwendungsplanung, die bei den Aktionären gut ankam und **positive Ankündigungseffekte** bewirkte
  - ⇒ Achtung: die Veränderungen von  $K_{-1}$  zu  $K_0$  spielen sich nur **im Vermögen der Alteigentümer** ab!
- Betrachtung des Falls, daß das **Bezugsrecht ausgeschlossen** werden soll; dafür ist eine qualifizierte Mehrheit (75%) notwendig
  - ⇒ wann stimmt ein Alteigentümer dem zu?
  - ⇒ eigentlich schützt das Bezugsrecht das Vermögen der Alteigentümer
  - ⇒ werden die neuen Aktien zu einem festen Zweck benötigt (z.B. für den Kauf einer Firma, bei dem mit Aktien bezahlt wird), muß das Bezugsrecht ausgeschlossen werden

## 2.4 Kreditfinanzierung

- beim **Zero Bond** wird keine Verzinsung angegeben, sondern lediglich ein **Verkaufskurs** (z.B. 10.000,--) und ein **Rückkaufkurs** (z.B. 15.000,-- nach 5 Jahren)
- mit **Covenants** sind besondere Klauseln gemeint; sie erweitern z.B. einen (standardisierten) Kreditvertrag und/ oder mindern die Prinzipal-Agent-Problematik
  - ⇒ z.B. die **Negativklausel**: indirekte Absicherung durch Gleichstellung mit früheren und zukünftigen Emissionen hinsichtlich Besicherung; Ausschüttungssperren – kein zukünftiger Gläubiger ist besser zu stellen als ein jetziger

- $\text{Value}(\text{Bond}) = V_b =$  Abzinsung von Auszahlungen und Abzinsung des Rückzahlungsbetrags
- „**Investment Grade**“ ist die Bewertung einer „ziemlich risikolosen“ Anlage

- $i_R^*$  ist der **interne Zinssatz** / „Effektivverzinsung“ = **Yield to Maturity**
- der **Credit Spread** spiegelt die enthaltene Risikoprämie wider