

Univ.-Prof. Dr. Rainer Baule

Modul 31021

Investition und Finanzierung

Kurs: 40525 Finanzierung

Kurseinheit 2: Finanzwirtschaftliche Grundlagen

LESEPROBE

**wirtschafts
wissenschaft**



FernUniversität in Hagen

Der Inhalt dieses Dokumentes darf ohne vorherige schriftliche Erlaubnis durch die FernUniversität in Hagen nicht (ganz oder teilweise) reproduziert, benutzt oder veröffentlicht werden. Das Copyright gilt für alle Formen der Speicherung und Reproduktion, in denen die vorliegenden Informationen eingeflossen sind, einschließlich und zwar ohne Begrenzung Magnetspeicher, Computerausdrucke und visuelle Anzeigen. Alle in diesem Dokument genannten Gebrauchsnamen, Handelsnamen und Warenbezeichnungen sind zumeist eingetragene Warenzeichen und urheberrechtlich geschützt. Warenzeichen, Patente oder Copyrights gelten gleich ohne ausdrückliche Nennung. In dieser Publikation enthaltene Informationen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Kurseinheit 2

Finanzwirtschaftliche Grundlagen

Diese Kurseinheit befasst sich mit zentralen Elementen der betrieblichen Finanzwirtschaft. Nach einer Charakterisierung der Finanzwirtschaft als betriebswirtschaftliche Teildisziplin gehen wir in Abschnitt 2.1 insbesondere auf das grundlegende Separationstheorem von Fisher ein. Hierbei lernen wir das Konstrukt des vollkommenen Kapitalmarktes kennen. Das Theorem besagt, dass Finanzierungsentscheidungen unabhängig von individuellen Präferenzen der Unternehmer getroffen werden können und erlaubt so eine präferenzfreie Analyse von Finanzinstrumenten. Mit dieser Erkenntnis im Hintergrund beleuchten wir in Abschnitt 2.2 die verschiedenen Finanzierungsformen. Wir grenzen Eigen- von Fremdfinanzierung sowie Innen- von Außenfinanzierung ab und gehen auf die einzelnen Finanzierungsformen bzw. -instrumente detaillierter ein. Abschnitt 2.3 thematisiert Elemente betrieblicher Finanzplanung. Die zunächst betrachteten Instrumente des Finanzplans und der Kapitalflussrechnung sowie die kennzahlenorientierte Planung sind dabei der traditionellen betriebswirtschaftlichen Sichtweise zuzuordnen. Im Anschluss zeigen wir mit den Thesen von Modigliani und Miller eine Argumentation der neueren Sichtweise auf, die unter der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes zu der zunächst überraschenden Erkenntnis gelangt, dass Entscheidungen über die Kapitalstruktur keinen Einfluss auf das oberste finanzwirtschaftliche Unternehmensziel haben. Abschließend gehen wir in Abschnitt 2.4 auf finanzielle Märkte ein, wobei neben institutionellen Aspekten insbesondere von Wertpapierbörsen Mechanismen zur Preisbildung auf Finanzmärkten thematisiert werden.

Hieraus ergeben sich folgende **Lernziele**: Sie sollten nach Studium dieser Kurseinheit

- den Gegenstand der Finanzwirtschaft im engeren wie im weiteren Sinne kennen,
- das Konstrukt des vollkommenen Kapitalmarktes und dessen Bedeutung für die theoretische Modellbildung kennen,
- Annahmen, Argumentationsmuster, Aussage und Implikation des Separationstheorems von Fisher kennen,
- Innen- von Außenfinanzierung sowie Eigen- vom Fremdfinanzierung abgrenzen können,
- die Entstehung der Innenfinanzierung erläutern und diese weiter untergliedern können,
- wesentliche Elemente der Außenfinanzierung durch Eigenkapital in Abhängigkeit von der Rechtsform kennen,
- das Prinzip der Kapitalerhöhung einer Aktiengesellschaft verstehen,
- die verschiedenen Instrumente der Außenfinanzierung durch Fremdkapital kennen und beurteilen können,
- hybride Instrumente der Außenfinanzierung kennen,
- eine einfache Kapitalflussrechnung durchführen können,
- wesentliche Finanzierungskennzahlen kennen,
- Begriff und Wirkungsmechanismus des Leverage kennen,
- den Begriff der Kapitalkosten kennen,
- Annahmen, Argumentationsmuster, Aussage und Implikation der Thesen von Modigliani und Miller kennen,
- mit institutionellen Grundlagen von Finanzmärkten vertraut sein sowie
- Mechanismen zur Preisbildung an Wertpapierbörsen kennen.

2.2.3.5 Kapitalerhöhung bei Aktiengesellschaften

Als eine in der Praxis besonders relevante ausgewählte Form der Außenfinanzierung durch Eigenkapital betrachten wir in diesem Abschnitt die Kapitalerhöhung bei Aktiengesellschaften. Hierzu ist zunächst die **Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln** von der Kapitalerhöhung durch Zuführung finanzieller Mittel von außen abzugrenzen. Erstere stellt keine echte Form der Finanzierung dar, da der Gesellschaft keine neuen Mittel zufließen, sondern lediglich eine Umbuchung von Bilanzpositionen erfolgt. Wir gehen am Ende dieses Abschnitts noch einmal darauf ein.

Fokus auf Kapitalerhöhung von außen

Hinsichtlich der Kapitalerhöhung durch Zuführung finanzieller Mittel können wir unterscheiden zwischen der **ordentlichen Kapitalerhöhung**, welche die Ausgabe neuer („junger“) Aktien gegen Einlagen vorsieht, und der **bedingten Kapitalerhöhung**, die vom Eintritt bestimmter Bedingungen abhängig ist, beispielsweise der Umwandlung von Wandelanleihen in Aktien. Die ordentliche Kapitalerhöhung kann dabei vereinfacht werden, wenn die Hauptversammlung den Vorstand hierzu ermächtigt – man spricht dann vom **genehmigten Kapital**.

Ordentliche Kapitalerhöhung

Die ordentliche Kapitalerhöhung (**Kapitalerhöhung gegen Einlagen**) ist in den §§ 182–191 AktG geregelt. Voraussetzung ist ein Beschluss der Hauptversammlung mit mindestens Dreiviertelmehrheit, wobei die Satzung der AG noch höhere Mehrheiten vorschreiben kann. Der Beschluss beinhaltet insbesondere den Betrag, um den das Grundkapital erhöht werden soll.

Beschluss der HV

Den Altaktionären steht dabei ein **Bezugsrecht** zu. Das heißt, sie haben das vorrangige Recht, so viele junge Aktien zu zeichnen, dass insgesamt ihr prozentualer Anteil am Grundkapital nicht verwässert wird.

Bezugsrecht für Altaktionäre

Eine Aktiengesellschaft hat ein Grundkapital von 500.000 Euro, gestückelt in 100.000 Aktien zum Nennwert von je 5 Euro. Die Hauptversammlung beschließt eine Erhöhung des Grundkapitals um 200.000 Euro; dies entspricht 40.000 jungen Aktien zum Nennwert von je 5 Euro.

Betrachten wir einen Altaktionär, der mit 100 Aktien an der Gesellschaft beteiligt ist. Seine Beteiligungsquote beträgt

$$\frac{100 \cdot 5 \text{ Euro}}{500.000 \text{ Euro}} = 0,1 \%$$

Nach der Kapitalerhöhung beträgt das Grundkapital 700.000 Euro. Zur Erhaltung der Beteiligungsquote bräuchte der Aktionär dann

$$\frac{0,1 \% \cdot 700.000 \text{ Euro}}{5 \text{ Euro}} = 140$$

Aktien. Somit stehen ihm Bezugsrechte über insgesamt $140 - 100 = 40$ junge Aktien zu.

Verhältnis alter zu
jungen Aktien

Es wird deutlich, dass das Verhältnis, in dem junge Aktien zu beziehen sind, sich für jeden Aktionär aus dem Gesamtverhältnis der alten zu den jungen Aktien ergibt. Dieses Verhältnis heißt **Bezugsverhältnis**. Es gilt

$$b = \frac{n_{alt}}{n_{jung}}, \quad (2.13)$$

wobei b das Bezugsverhältnis und n_{alt} und n_{jung} die Anzahl der alten bzw. jungen Aktien beschreiben.

Im Beispiel ergibt sich

$$b = \frac{100.000}{40.000} = 5 : 2,$$

das heißt, auf jeweils 5 alte Aktien entfallen 2 junge Aktien.

Eine alte Aktie
erhält $1/b$ Bezugs-
rechte

Das auf eine alte Aktie entfallende Bezugsrecht entspricht dem Kehrwert des Bezugsverhältnisses: Auf eine alte Aktie entfällt ein Bezugsrecht über $1/b$ junge Aktien. Zum Zeichnen einer jungen Aktie benötigt man daher gerade b Bezugsrechte bzw. b alte Aktien.

Bezugsrecht kann
verkauft werden

Die Altaktionäre sind jedoch keineswegs verpflichtet, ihr Bezugsrecht auszuüben. Vielmehr besteht auch die Möglichkeit, es an Dritte weiterzugeben. Dies können Altaktionäre sein, die ihren Aktienanteil über ihre eigenen Bezugsrechte hinaus aufstocken möchten, oder aber Neuaktionäre, die bisher gar nicht an der Gesellschaft beteiligt waren. „Weitergeben“ ist dabei in der Regel entgeltlich als Verkauf der Bezugsrechte zu sehen, denn wie wir im Weiteren sehen werden, haben die Bezugsrechte jenseits vom Verwässerungsschutz in Bezug auf den prozentualen Anteil eine weitere Funktion, nämlich einen Verwässerungsschutz in Bezug auf die Vermögensposition der Altaktionäre.

Der besseren Anschauung halber betrachten wir im Weiteren eine *börsennotierte Aktiengesellschaft*. Die Überlegungen gelten grundsätzlich auch für nicht

börsennotierte AGs. Der Vorteil der Fokussierung auf eine börsennotierte AG besteht darin, dass mit dem **Börsenkurs** der *Marktwert* einer Aktie direkt beobachtbar ist.

Börsenkurs ist Marktwert einer Aktie

Der Börsenkurs ist der Preis, zu dem eine Aktie an der Börse erworben werden kann.¹⁶ Er ist in der Regel höher als der Nennbetrag einer Aktie, da zum einen im Laufe der Zeit offene Rücklagen aufgebaut worden sind, die das Vermögen des Aktionärs und damit den Wert der Aktie steigern, und zum anderen stille Rücklagen existieren können, insbesondere immaterielle Vermögensgegenstände wie beispielsweise Marken oder Kundenbeziehungen, die Aussicht auf zukünftige Gewinne versprechen und als *Firmen- oder Geschäftswert* bezeichnet werden. (Es besteht umgekehrt auch die Möglichkeit, dass der Börsenkurs aufgrund von Verlustvorträgen und/oder stillen Lasten, entsprechend einem negativen Geschäftswert, unterhalb des Nennbetrags einer Aktie liegt.)

Börsenkurs in der Regel höher als Nennwert

Diese Wertkategorien wollen wir uns noch einmal verdeutlichen. Der Nennbetrag ergibt sich entweder direkt oder (bei Stückaktien rechnerisch) als Anteil eine Aktie am Grundkapital:

1. Wertkategorie: Grundkapital

$$\text{Nennbetrag} = \frac{\text{Grundkapital}}{\text{Anzahl Aktien}}. \quad (2.14)$$

Das Grundkapital (also das gezeichnete Kapital) ist aber nur ein Teil des Eigenkapitals, zu dem des Weiteren offene Rücklagen, Gewinnvorträge (bzw. Verlustvorträge) und der Jahresüberschuss (bzw. -fehlbetrag) zählen. Der bilanzielle Wert einer Aktie bezieht auch diese anderen Eigenkapitalpositionen mit ein. Dieser **Bilanzkurs** genannte Wert beinhaltet somit die *in der Vergangenheit erzielten Eigenkapitalveränderungen*:

2. Wertkategorie: weiteres bilanzielles Eigenkapital

$$\text{Bilanzkurs} = \frac{\text{Bilanzielles Eigenkapital}}{\text{Anzahl Aktien}}. \quad (2.15)$$

Hiervon ist wie erläutert nochmals der Börsenkurs zu unterscheiden, der zusätzlich nicht in der Bilanz enthaltene Vermögensgegenstände berücksichtigt. Diese spiegeln die Erwartung der am Börsenhandel beteiligten Akteure wider, inwieweit die AG basierend etwa auf ihren existierenden Kundenbeziehungen in der Zukunft Gewinne erwirtschaften kann. Der Börsenkurs beinhaltet somit auch die *in der Zukunft erwarteten Eigenkapitalveränderungen*.

3. Wertkategorie: nicht-bilanzielles Vermögen

In unserem Beispiel sehe die stilisierte Bilanz vor der Kapitalerhöhung wie folgt aus:

¹⁶Zum Börsenhandel siehe Abschnitt 2.4.

A		P	
Vermögen	1.800.000	Gezeichnetes Kapital	500.000
		Kapitalrücklage	200.000
		Gewinnrücklage	50.000
		Gewinnvortrag	350.000
		Jahresfehlbetrag	-30.000
		Verbindlichkeiten	730.000
	<u>1.800.000</u>		<u>1.800.000</u>

Das bilanzielle Eigenkapital ergibt sich zu:

bilanzielles Eigenkapital	=	500.000	(gezeichnetes Kapital)
		+ 200.000	(Kapitalrücklage)
		+ 50.000	(Gewinnrücklage)
		+ 350.000	(Gewinnvortrag)
		- 30.000	(Jahresfehlbetrag)
	=	1.070.000	

Hieraus erhalten wir den Bilanzkurs (in Euro):

$$\text{Bilanzkurs} = \frac{1.070.000}{100.000} = 10,70.$$

Er ist also hier deutlich größer als der Nennbetrag in Höhe von 5 Euro, was das seit Gründung angesammelte zusätzliche Eigenkapital widerspiegelt.

Ausgabepreis junger Aktien – Nennbetrag als gesetzliche Untergrenze

Nehmen wir im Beispiel weiter an, der Börsenkurs sei 14 Euro. Welchen Betrag müssen die Zeichner einer jungen Aktie nun einzahlen – den Nennbetrag, den Bilanzkurs, den Börsenkurs oder noch einen anderen Betrag? Das Gesetz sieht den Nennbetrag (bzw. den auf die einzelne Stückaktie entfallenden anteiligen Betrag des Grundkapitals) als geringsten Ausgabebetrag vor (§ 9 AktG). Höhere Ausgabebeträge sind explizit zulässig.

Börsenkurs als Ausgabepreis?

Da der Börsenkurs den Marktwert einer (alten) Aktie widerspiegelt, erscheint es zunächst adäquat, diesen Kurs als Ausgabebetrag festzusetzen. Schließlich verbrieft eine alte Aktie dasselbe Recht wie eine junge Aktie, und so erscheint es angemessen, vom Zeichner einer jungen Aktie den gleichen Betrag zu verlangen, den er auch bei Kauf einer alten Aktie an der Börse aufbringen müsste.

Diese Überlegung ist nicht grundsätzlich falsch; allerdings hätte dann kein potenzieller Neuaktionär einen Anreiz, sich an der Kapitalerhöhung zu beteiligen: Warum sollte er eine junge Aktie zeichnen, wenn er zum gleichen Betrag eine

alte Aktie an der Börse erwerben könnte? Aus dieser Argumentation folgt unmittelbar, dass der Börsenkurs de facto den höchstmöglichen Ausgabebetrag darstellt: Niemand würde eine junge Aktie zeichnen, wenn der Ausgabebetrag höher als der Börsenkurs für eine alte Aktie ist.

Börsenkurs als faktische Obergrenze

Nun ist der Börsenkurs regelmäßig Schwankungen unterworfen. Würde die Hauptversammlung den Ausgabebetrag genau in Höhe des Börsenkurses festlegen, so bestünde die Gefahr, dass bei einem Rückgang des Börsenkurses zwischen Beschluss und Durchführung der Kapitalerhöhung genau die Situation eintritt, dass der Ausgabebetrag größer ist als der dann gültige Börsenkurs, so dass niemand die jungen Aktien zeichnet und die Kapitalerhöhung scheitert.

Aktienkurs-schwankungen einkalkulieren

In der Praxis wird der Ausgabebetrag daher zumeist etwas unterhalb des Börsenkurses festgelegt. Die Differenz zum Börsenkurs sollte so groß bemessen sein, dass ein Rückgang des Börsenkurses unter diesen Betrag in der Zeit bis zur Durchführung der Kapitalerhöhung als hinreichend unwahrscheinlich angesehen wird. Dabei ist abzuwägen: Ein zu hoher Ausgabebetrag erhöht die Gefahr des Scheiterns der Kapitalerhöhung, andererseits ist die Gesellschaft aber an einem möglichst hohen Ausgabebetrag interessiert, um den Zufluss an finanziellen Mitteln zu maximieren.

Ausgabepreis meist etwas unter dem Börsenkurs

Nehmen wir im Beispiel an, die Hauptversammlung habe den Ausgabebetrag auf 12 Euro je Aktie festgelegt. Bei 40.000 jungen Aktien fließen der Gesellschaft dann $40.000 \cdot 12 = 480.000$ Euro an finanziellen Mitteln bzw. an Eigenkapital zu. In der Bilanz wird das gezeichnete Kapital entsprechend dem Nennbetrag der Aktien von 5 Euro um $40.000 \cdot 5 = 200.000$ Euro erhöht. Der diesen Betrag überschreitende Anteil von $480.000 - 200.000 = 280.000$ Euro wird in die Kapitalrücklage eingestellt. Damit hat die Bilanz nach erfolgter Kapitalerhöhung das folgende Aussehen:

A		P	
Alt-Vermögen	1.800.000	Gezeichnetes Kapital	700.000
Kasse	480.000	Kapitalrücklage	480.000
		Gewinnrücklage	50.000
		Gewinnvortrag	350.000
		Jahresfehlbetrag	-30.000
		Verbindlichkeiten	730.000
	<u>2.280.000</u>		<u>2.280.000</u>

Die durch die Neuaktionäre eingezahlten finanziellen Mittel werden auf der Aktivseite als Kassenbestand (bzw. Sichtguthaben bei Kreditinstituten) verbucht. Die Bilanz verlängert sich um das Gesamtvolumen der Kapitalerhöhung.

Neue Mittel verlängern die Bilanz

Hat die Kapitalerhöhung Auswirkungen auf den Bilanzkurs? Das bilanzielle Eigenkapital ist auf 1.550.000 Euro gestiegen, die Anzahl der Aktien auf 140.000. Der neue Bilanzkurs ergibt sich somit zu

$$\text{Bilanzkurs} = \frac{1.550.000}{140.000} = 11,07.$$

Bilanzkurs ändert sich

Der Bilanzkurs ändert sich also durch die Kapitalerhöhung! Allerdings ist der Bilanzkurs zunächst lediglich ein theoretisches Konstrukt ohne unmittelbare Bedeutung für die Aktionäre. Wie sieht es aber mit dem Börsenkurs aus?

Erfassung des Marktwertes des Eigenkapitals

Um diese Frage zu beantworten, betrachten wir ein Instrument, das in der modernen finanzwirtschaftlichen Analyse eine zunehmende Bedeutung besitzt: die **Bilanz nach Marktwerten**. Eine solche Bilanz spiegelt die Bewertung „des Marktes“, hier also der Marktteilnehmer am Börsenhandel, des Unternehmens wider. Sie unterscheidet sich von der bekannten Handelsbilanz dahingehend, dass für den Ansatz der Vermögenswerte nicht die handelsrechtlichen Bestimmungen greifen, sondern die Einschätzung des Marktes relevant ist. Insbesondere werden die stillen Reserven, verstanden als Potenzial, zukünftig Gewinne zu erwirtschaften, als immaterieller *Firmenwert* erfasst.

Firmenwert spiegelt Erwartung zukünftiger Gewinne wider

Im Beispiel hatten wir das bilanzielle Eigenkapital vor der Kapitalerhöhung mit 1.070.000 Euro ermittelt. Der Börsenkurs belief sich auf 14 Euro; hieraus resultiert ein **Marktwert des Eigenkapitals** in Höhe von $100.000 \cdot 14 = 1.400.000$ Euro. Die Einschätzung des Marktes sieht also so aus, dass von dem Unternehmen zukünftige Gewinne erwartet werden, deren heutiger Wert mit dem Differenzbetrag von 330.000 Euro angesetzt wird. Wir können eine Bilanz nach Marktwerten damit wie folgt aufstellen:

A		P	
Materielles Vermögen	1.800.000	Bilanzielles Eigenkapital	1.070.000
<i>Firmenwert</i>	330.000	<i>Weiteres Eigenkapital</i>	330.000
	2.130.000	Verbindlichkeiten	730.000
			2.130.000

Firmenwert erhöht marktwertiges Eigenkapital

Die hier „weiteres Eigenkapital“ genannte Größe spiegelt den marktwertigen Anspruch der Eigenkapitalgeber auf den immateriellen Firmenwert wieder. Auf Basis der Bilanz nach Marktwerten können wir rückwärts auf den Marktwert einer Aktie, also den Börsenkurs, schließen, indem wir den Gesamtwert des Eigenkapitals durch die Anzahl der Aktien dividieren:

$$\text{Börsenkurs} = \frac{1.070.000 + 330.000}{100.000} = 14,00.$$

Nun betrachten wir die Situation nach der Kapitalerhöhung. Das Vermögen hat sich wie das bilanzielle Eigenkapital um den aggregierten Ausgabebetrag für die jungen Aktien in Höhe von 480.000 Euro erhöht. Da die Kapitalerhöhung als solche keinen Einfluss auf den Firmenwert hat, ist davon auszugehen, dass dieser unverändert bleibt.¹⁷ Somit ergibt sich nach der Kapitalerhöhung folgende Bilanz nach Marktwerten:

Kapitalerhöhung ohne Einfluss auf Firmenwert

A		P	
Materielles Vermögen	1.800.000	Bilanzielles Eigenkapital	1.550.000
Kasse	480.000	<i>Weiteres Eigenkapital</i>	330.000
<i>Firmenwert</i>	330.000	Verbindlichkeiten	730.000
	<u>2.610.000</u>		<u>2.610.000</u>

Der gesamte Marktwert des Eigenkapitals ist um 480.000 Euro gestiegen, gleichzeitig verteilt er sich nun auf 140.000 Aktien. Der Marktwert einer einzelnen Aktie, also der Börsenkurs, beträgt nun

$$\text{Börsenkurs} = \frac{1.550.000 + 330.000}{140.000} = 13,43.$$

Das heißt, *ceteris paribus* fällt der Börsenkurs nach Durchführung der Kapitalerhöhung von 14,00 auf 13,43 Euro. Für einen Altaktionär, der nicht an der Kapitalerhöhung teilnimmt, kommt dies einem Vermögensverlust gleich. Somit tritt ein zweiter Verwässerungseffekt auf: Nicht nur wird der prozentuale Anteil des Altaktionärs am Unternehmen verwässert, sondern auch sein absolute Vermögen.

Börsenkurs fällt nach Kapitalerhöhung

Betrachten wir hingegen einen Neuaktionär, der junge Aktien zeichnet, so tritt für ihn ein umgekehrter Effekt ein: Er zahlt den Ausgabebetrag von 12,00 Euro ein und besitzt daraufhin eine Aktie im Wert von 13,43 Euro. Er könnten diesen Vermögenszuwachs sofort realisieren, indem er die Aktie an der Börse verkauft und den Differenzbetrag von $13,43 - 12,00 = 1,43$ als Gewinn einstreicht.

Neuaktionär realisiert Wertsteigerung

Bei aggregierter Betrachtung aller Altaktionäre und Neuaktionäre heben sich deren Verluste bzw. Gewinne gerade auf: Die Altaktionäre erleiden einen Verlust in Höhe von 0,57 Euro je Aktie; bei insgesamt 100.000 alten Aktien aggregieren sich die Verluste zu 57.000 Euro. Die Neuaktionäre erzielen einen

Verluste und Gewinne der Alt- und Neuaktionäre heben sich auf

¹⁷Diese Aussage ist in der Praxis zu relativieren. Durch das neue Kapital könnte die Möglichkeit für neue Investitionen (beispielsweise die Übernahme anderer Unternehmen) geschaffen werden, was das Potenzial für zukünftige Gewinne und damit den Firmenwert steigern könnte. Umgekehrt könnte der Bedarf an neuem Eigenkapital auch als Zeichen für geringeres Selbstfinanzierungspotenzial und damit eher sinkende Gewinne gesehen werden, was den Firmenwert reduzieren würde.

Gewinn in Höhe von 1,43 Euro pro Aktie; bei insgesamt 40.000 jungen Aktien aggregieren sich die Gewinne ebenfalls zu 57.000 Euro.¹⁸

Wert der Bezugsrechte gleicht Verlust der Altaktionäre aus

Nun können aber Neuaktionäre nicht ohne Weiteres junge Aktien zeichnen – sie benötigen dafür Bezugsrechte. Da sie durch Ausüben von Bezugsrechten und Zeichnen junger Aktien Gewinne erzielen können, sind sie bereit, für diese Bezugsrechte *einen Preis an die Altaktionäre zu zahlen*. Auf einem vollkommenen Markt entspricht dieser Preis gerade dem erzielbaren Gewinn.¹⁹

Wir hatten das Bezugsrecht so definiert, dass auf jede Altaktie genau ein Bezugsrecht entfällt und eine dem Bezugsverhältnis b entsprechende Menge an Bezugsrechten notwendig ist, um eine junge Aktie zu zeichnen. Der **Wert des Bezugsrechts** entspricht damit genau dem Vermögensverlust je alter Aktie, im Beispiel also 0,57 Euro. Der Preis für die zum Bezug einer jungen Aktie notwendigen $b = 2,5$ Bezugsrechte entspricht wiederum genau dem Zeichnungsgewinn in Höhe von $2,5 \cdot 0,57 = 1,43$ Euro.

Bezugsrecht schützt vor Verwässerung der Anteilsposition und der Vermögensposition

Somit erfüllt das Bezugsrecht neben dem Schutz vor Verwässerung des relativen Anteils am Unternehmen auch die Funktion des Schutzes vor Verwässerung der absoluten Vermögensposition. Ein Altaktionär, der nicht an der Kapitalerhöhung teilnimmt, kann seine Bezugsrechte an Dritte veräußern und erleidet durch Vereinnahmung des Veräußerungserlöses keinen Vermögensverlust. Bei börsennotierten Aktiengesellschaften findet in der Regel auch ein börsenmäßiger Handel der Bezugsrechte statt. Ein Kleinaktionär muss daher im Rahmen einer Kapitalerhöhung keinerlei Aktionen unternehmen, da typischerweise sein depotführendes Kreditinstitut ohne Vorliegen einer anderslautenden Weisung seine Bezugsrechte zu seinen Gunsten an der Börse verkauft.

Die bisherigen beispielhaften Überlegungen wollen wir im Weiteren verallgemeinern. Hierzu seien

- n_{alt} die Anzahl der alten Aktien,
- n_{jung} die Anzahl der jungen Aktien,
- K_{alt} der Börsenkurs vor der Kapitalerhöhung,
- A der Ausgabekurs der jungen Aktien und
- K_{neu} der sich ergebende Börsenkurs nach der Kapitalerhöhung.

¹⁸Verbleibende Diskrepanzen sind auf Rundungsdifferenzen zurückzuführen.

¹⁹Man könnte auch von einem Höchstpreis sprechen, den die Neuaktionäre zu zahlen bereit sind.

Das Bezugsverhältnis hatten wir bereits in (2.13) als $b = n_{alt}/n_{jung}$ definiert. Wir wollen den Wert B eines Bezugsrechtes ermitteln.

Damit das Bezugsrecht seine Funktion erfüllt, die Vermögensverwässerung einer alten Aktie zu kompensieren, muss gelten:

$$K_{alt} = K_{neu} + B. \quad (2.16)$$

Die Frage ist also, welcher neue Kurs (auch **Mischkurs** genannt, da er eine Mischung aus Kurs der alten Aktien und Ausgabekurs der jungen Aktien darstellt) sich nach der Kapitalerhöhung ergibt. Der neue Kurs entspricht dem Wert einer Aktie nach der Kapitalerhöhung, also dem gesamte Marktwert des Eigenkapitals dividiert durch die Anzahl der Aktien. Der gesamte Marktwert des Eigenkapitals ist der Marktwert vor Kapitalerhöhung, $n_{alt} \cdot K_{alt}$, zuzüglich der im Rahmen der Kapitalerhöhung zufließenden Mittel, $n_{jung} \cdot A$. Es folgt

Mischkurs ist Börsenkurs nach Kapitalerhöhung

$$K_{neu} = \frac{n_{alt} \cdot K_{alt} + n_{jung} \cdot A}{n_{alt} + n_{jung}}. \quad (2.17)$$

Somit erhalten wir für den Wert eines Bezugsrechtes

$$\begin{aligned} B &= K_{alt} - K_{neu} \\ &= K_{alt} - \frac{n_{alt} \cdot K_{alt} + n_{jung} \cdot A}{n_{alt} + n_{jung}} \\ &= \frac{(n_{alt} + n_{jung}) \cdot K_{alt} - (n_{alt} \cdot K_{alt} + n_{jung} \cdot A)}{n_{alt} + n_{jung}} \\ &= \frac{n_{jung} \cdot K_{alt} - n_{jung} \cdot A}{n_{alt} + n_{jung}} \\ &= \frac{K_{alt} - A}{n_{alt}/n_{jung} + 1} \\ &= \frac{K_{alt} - A}{1 + b}. \end{aligned} \quad (2.18)$$

Ausschluss des Bezugsrechtes

Wie wir gesehen haben, erfüllt das Bezugsrecht eine doppelte Funktion hinsichtlich des Verwässerungsschutzes: Es schützt Altaktionäre vor der Verwässerung ihres relativen Anteils an der Gesellschaft sowie vor der Verwässerung ihrer absoluten Vermögensposition. Zur Ausübung ihres Bezugsrechtes ist den Altaktionären eine Frist von mindestens zwei Wochen einzuräumen (§ 186 (1) AktG).