

Kurs 40525: Finanzierung

Kurseinheit 1:	Institutionelle Grundlagen (Workload: 75 Stunden)
Kurseinheit 2:	Finanzwirtschaftliche Grundlagen (Workload: 75 Stunden)
Kurseinheit 3:	Glossare und Verzeichnisse (Workload: 0 Stunden)

Zusätzliche Informationen im Internet

Weitere und u. U. auch aktuellere Informationen über den Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Bank- und Finanzwirtschaft, von Prof. Dr. Rainer Baule sowie den Kurs 40525 „Finanzierung“ im A-Modul 31021 „Investition und Finanzierung“ sind über die folgende Internetseite abrufbar:

<http://www.fernuni-hagen.de/bwlbuf>

Ferner haben wir unter der folgenden Internetadresse eine Moodle-Lernumgebung zum Kurs 40525 „Finanzierung“ eingerichtet, in der Sie weiterführende Informationen und Materialien, insbesondere alte Klausuren und Einsendearbeiten mit Lösungshinweisen, sowie ein kursbezogenes Diskussionsforum finden:

<https://moodle.fernuni-hagen.de>

Nutzen Sie diese Angebote, und Ihr Studium wird nicht nur interessanter, sondern auch in vielerlei Hinsicht inhaltsreicher und erfolgreicher!

9611711

Abbildungsverzeichnis	III
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis	IV
Lehrziele	VI
Literaturhinweise	VIII
1 Grundbegriffe	1
1.1 Die Unternehmung als monetäres System	1
1.1.1 Vorbemerkung	1
1.1.2 Monetäre Bestands- und Stromgrößen	2
1.1.3 Die Unternehmung als System von Zahlungsströmen	8
1.1.4 Finanzierung und Finanzmanagement	11
1.2 Finanzierungsarten	16
1.2.1 Abgrenzung von Innen- und Außenfinanzierung	16
1.2.2 Innenfinanzierung aus zahlungs- und bilanzorientierter Sicht	20
1.2.2.1 Varianten des zahlungsorientierten Innenfinanzierungsbegriffs	20
1.2.2.2 Innenfinanzierung nach bilanzorientierter Betrachtungsweise	21
1.2.2.3 Instrumente der Innenfinanzierung	29
1.2.3 Abgrenzung von Eigen- und Fremdfinanzierung	31
1.3 Finanzierungsrisiken	35
1.3.1 Problemstellung und Grundbegriffe	35
1.3.2 Finanzierungsrisiken bei einem solventen Unternehmen (Szenario I)	38
1.3.2.1 Das leistungswirtschaftliche Risiko	38
1.3.2.2 Das Kapitalstrukturrisiko	40
1.3.3 Insolvenzrisiken (Szenario II)	48
1.3.4 Delegationsrisiken	54
1.3.5 Informationsrisiken	60
1.3.6 Resümee und Ausblick	64
1.4 Finanzmärkte	65
1.4.1 Übertragbarkeit und Fungibilität von Finanztiteln	65
1.4.2 Wertpapierbörsen	71
2 Außenfinanzierung durch Eigenfinanzierung	77
2.1 Systematisierung der Instrumente der Eigenfinanzierung	77
2.2 Aktien als ausgewähltes Instrument der Eigenfinanzierung	80
2.2.1 Begriffliche Grundlagen	80
2.2.2 Aktienarten	83
2.2.3 Die Ausgabe junger Aktien (Kapitalerhöhung)	87
2.2.4 Marktreaktionen bei der Ausgabe junger Aktien	96
2.2.4.1 Rechnerische Zusammenhänge zwischen Bezugsrechts- und Aktienkurs	96
2.2.4.2 Ankündigungs-, Verwässerungs- und Kompensationseffekt	101
3 Außenfinanzierung durch Fremdfinanzierung	105
3.1 Systematisierung der Instrumente der Fremdfinanzierung	105
3.1.1 Vorüberlegungen	105

3.1.2	Auszahlungs- und Tilgungsmodalitäten	106
3.1.3	Verzinsungsmodalitäten	107
3.1.4	Besicherungsmodalitäten	111
3.1.4.1	Vorbemerkung	111
3.1.4.2	Kündigungs- und Wohlverhaltensklauseln	112
3.1.4.3	Traditionelle Kreditsicherheiten	113
3.2	Ausgewählte Instrumente der Fremdfinanzierung	117
3.2.1	Individualfinanzierung	117
3.2.1.1	Kontokorrentkredit	117
3.2.1.2	Darlehensfinanzierung	118
3.2.1.3	Leasing	120
3.2.2	Emissionsfinanzierung durch Anleihen und Genussscheine	125
3.2.2.1	Grundbegriffe	125
3.2.2.2	Rückzahlungsregelungen	125
3.2.2.3	Zinsregelungen	129
3.2.2.4	Insolvenzregelungen	133
3.2.2.5	Bezugsrechte gegenüber dem Emittenten	134
3.2.2.6	Schlussbemerkung	136
Lösungen zu den Übungsaufgaben		137
Anhang: Zusammenstellung ausgewählter Anleiheformen		163

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Die Unternehmung aus leistungswirtschaftlicher Sicht	1
Abbildung 2:	Monetäre Bestands- und Stromgrößen	3
Abbildung 3:	Abgrenzung von Einzahlungen und Erträgen	5
Abbildung 4:	Die Unternehmung als System von Zahlungsmittelströmen und -beständen (Basisdarstellung)	9
Abbildung 5:	Die Unternehmung als System von Zahlungsmittelströmen und -beständen (Erweiterung)	10
Abbildung 6:	Das Unternehmen als System von Zahlungsströmen und -beständen	13
Abbildung 7a:	Finanzierungsgleichung (Grundform)	13
Abbildung 7b:	Finanzierungsgleichung (Modifikation)	16
Abbildung 8:	Mittelherkunft und -verwendung	17
Abbildung 9:	Innenfinanzierungsbegriffe (zahlungsorientiert)	21
Abbildung 10a:	Ausgangsdaten des Beispiels zur Verdeutlichung der Unterschiede einer zahlungs- und einer bilanzorientierten Betrachtungsweise der Innenfinanzierung	22
Abbildung 10b:	Finanzierungsrechnung I	23
Abbildung 10c:	Indirekte Herleitung der Innenfinanzierung aus Jahresabschlussgrößen	23
Abbildung 10d:	Variation der Ausgangsdaten des Beispiels gemäß Abbildung 10a	25
Abbildung 10e:	Finanzierungsrechnung II	25
Abbildung 10f:	Fehlinterpretation der indirekten Herleitung der Innenfinanzierung	27
Abbildung 10g:	Ausgewählte Instrumente der finanzwirtschaftlich orientierten Innenfinanzierungspolitik	30
Abbildung 11:	Idealtypische Abgrenzung von Eigen- und Fremdfinanzierung	33
Abbildung 12:	Bestimmungsfaktoren des leistungswirtschaftlichen Risikos	39
Abbildung 13:	Leverage-Effekt: Zeitliche Entwicklung der Renditegrößen	45
Abbildung 14:	Verschuldungsgrad und leistungswirtschaftliches Risiko als Bestimmungsfaktoren des Renditerisikos	47
Abbildung 15:	Verschuldungsgrad und leistungswirtschaftliches Risiko als Bestimmungsfaktoren des Insolvenzeintrittsrisikos	50
Abbildung 16:	Bestimmungsfaktoren und Zusammenhang von Renditerisiko, Insolvenzeintrittsrisiko und Insolvenzverlustrisiko	54
Abbildung 17:	Überblick über Gesellschafter- und Gläubigerrisiken	61
Abbildung 18:	Übertragbarkeit von Finanztiteln	68
Abbildung 19:	Vergleich typischer Gesellschafterpositionen anhand ihrer Ausstattungsmerkmale	78

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

A	Anzahl bisher emittierter Aktien
A _A	Auszahlungen für Ausschüttungen
A _B	Auszahlungen für Betriebsmittel
A _L	Auszahlungen für Löhne und Gehälter
A _S	Auszahlungen für Steuern
A _T	Auszahlungen für Tilgung
A _W	Auszahlungen für Werkstoffe
A _Z	Auszahlungen für Zinsen
AfA	Absetzung für Abnutzung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
b	Bezugsverhältnis
B	Wert des Bezugsrechts
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
C	Auszahlungssumme
C' _{Bö}	Aktienkurs nach Kapitalerhöhung
C _{Bi}	Bilanzkurs
C _{Bö}	Aktienkurs vor Kapitalerhöhung
C _E	Emissionskurs
DTB	Deutsche Terminbörse
E _E	Einzahlungen aus Eigenfinanzierung
E _F	Einzahlungen aus Fremdfinanzierung
E _U	Einzahlungen aus Umsatztätigkeit
EK	Eigenkapital
FIBOR	Frankfurt Inter Bank Offered Rate
FK	Fremdkapital
FN	Fußnote
f	Finanzierungskosten
G	Bruttogewinn (= Jahresüberschuss + Zinsaufwand)
GE	Geldeinheit(en)
GK	Grundkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch

Hrsg.	Herausgeber/Herausgeberin
i	Nominalzins
i. d. R.	in der Regel
K	Kosten
KG	Kommanditgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
LIBOR	London Inter Bank Offered Rate
N	Anzahl neuer Aktien
n	Laufzeit
NW	Nennwert
o. g.	oben genannt
p. a.	pro Jahr (lat. per annum)
\tilde{r}	approximativ ermittelter Effektivzins
r_E	Eigenkapitalrendite
r_F	Durchschnittszinssatz aller Schulden
RF	Summe Forderungen
r_G	Gesamtrendite
s.	siehe
s. o.	siehe oben
s. u.	siehe unten
sog.	sogenannte/er/es
T	Laufzeit
TGE	Tausend Geldeinheiten
V	Verschuldungsgrad ($V = FK/EK$)
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
ZM	Zahlungsmittelbestand

Lehrziele

Nach der Bearbeitung von **Kapitel eins** sollten Sie dazu in der Lage sein,

- die Unterschiede zwischen verschiedenen betriebswirtschaftlichen, monetären Bestands- und Stromgrößen zu erläutern ,
- das Grundschema einer Unternehmung als monetäres System wiederzugeben und zu erklären,
- den Begriff der Finanzierung zu erläutern sowie die verschiedenen Finanzierungsarten voneinander abzugrenzen,
- die Aufgaben des Finanzmanagements kurz zu nennen und zu präzisieren,
- die Bedeutung von Finanzierungsrisiken für die Geldgeber zu begründen sowie die unterschiedlichen Erscheinungsformen dieser Risiken getrennt nach Eigen- und Fremdfinanzierungskontrakten zu erläutern und zu systematisieren,
- den Finanzmarkt zu definieren und unterschiedliche Finanzmarktsegmente zu charakterisieren,
- Funktionsweise und Segmente deutscher Wertpapierbörsen zu beschreiben, Varianten der Kursfeststellung zu unterscheiden sowie an Hand vorgegebener Beispiele den Einheitskurs für Aktien selbständig zu ermitteln.

Nach der gründlichen Lektüre von **Kapitel zwei** sollten Sie insbesondere in der Lage sein,

- die wichtigsten Ausgestaltungselemente von Gesellschafterpositionen darzustellen und in ihren verschiedenen Ausprägungsformen zu erläutern,
- verschiedene Arten von Aktien zu unterscheiden und in ihren Zusammenhängen systematisch darzustellen,
- drei grundlegende Kategorien von Kapitalerhöhungen einschließlich möglicher Unterformen präzise voneinander abzugrenzen und im Hinblick auf Finanzierungswirkung und bilanziellen Niederschlag zu erläutern,
- die für die Kursbildung von Bezugsrechten maßgeblichen Zusammenhänge an Hand eines einfachen Modells zu analysieren und entsprechende Beispielsberechnungen selbst durchzuführen,

- darauf aufbauend Ankündigungs-, Verwässerungs- und Kompensationseffekte begrifflich zu verdeutlichen, für Beispielfälle rechnerisch zu bestimmen und daran die ökonomische Bedeutung von Bezugsrechten zu verdeutlichen.

Nach der Bearbeitung von **Kapitel drei** sollten Sie dazu in der Lage sein,

- die grundsätzlichen Ausstattungsmerkmale von Gläubigerpositionen darzustellen und unterschiedliche Ausprägungen dieser Merkmale zu präzisieren,
- Individual- und Emissionsfinanzierung als zwei Varianten der Fremdfinanzierung zu unterscheiden,
- die Charakteristika des Kontokorrentkredits, der Darlehensfinanzierung und des Leasing darzulegen,
- die Emissionsfinanzierung durch Anleihen und Genussscheine anhand der zentralen Konstruktionsmerkmale zu charakterisieren,
- zu begründen, weshalb es ein sehr großes Potential denkbarer Anleiheformen gibt, und außerdem einige der gegenüber der traditionellen Ausgestaltung abweichenden Anleiheformen zu benennen.

Hinweis:

Eine Übersicht über die im Modul „Investition und Finanzierung“ verwendeten Begriffe und Fachausdrücke finden Sie in einem Glossar in der Kurseinheit 3 dieses Kurses.

Literaturhinweise

Für das Verständnis dieser Kurseinheit ist es nicht zwingend erforderlich, ergänzende Literatur heranzuziehen. Dennoch empfehlen wir Ihnen, über die im Text zitierten Quellen hinaus, zumindest einzelne Abschnitte in einschlägigen Lehr- oder Übungsbüchern bzw. Fachzeitschriften nachzulesen. Denn nur auf diese Weise können Sie andere Darstellungsweisen und Auffassungen zum Bereich „Finanzierung“ kennenlernen, die von uns behandelten Probleme vertiefen sowie einen Einblick in die Vielzahl der im Rahmen dieser Kurseinheit nicht beantworteten finanzwirtschaftlichen Fragestellungen erhalten.

Insbesondere im Hinblick auf das spätere Hauptstudium sei auf folgende Titel hingewiesen:¹⁾

BITZ (2008)

DRUKARCZYK (2003)

GRILL/PERCZYNSKI (2007)

HAX (1998)

PERRIDON/STEINER (2004)

SÜCHTING (1995)

VORMBAUM (1995)

WÖHE/BILSTEIN (2002) .

Zur Einübung des behandelten Stoffes wird im Lehrtext auf Übungsaufgaben aus dem 2. Kapitel des Übungsbuches BITZ/EWERT (2011) verwiesen.

Abschließend sei noch auf einen Beitrag in einer Festschrift hingewiesen, der sich kritisch mit dem in der Literatur verwendeten Begriff der Finanzierung auseinandersetzt:

BITZ (1994).

1 Die vollständigen bibliografischen Angaben zu den empfohlenen Literaturbeiträgen können Sie dem Literaturverzeichnis in der Kurseinheit 3 dieses Kurses entnehmen.

1 Grundbegriffe

1.1 Die Unternehmung als monetäres System

1.1.1 Vorbemerkung

Unternehmungen und Unternehmensabläufe lassen sich auf sehr unterschiedlichen gedanklichen Ebenen abbilden und analysieren. Eine erste, recht naheliegende Betrachtungsebene bildet dabei die rein leistungswirtschaftliche Ebene, die unmittelbar an den realen Produktionsfaktoren, deren Beschaffung, Bereithaltung sowie Verknüpfung zu Produkten, der Produktlagerung sowie dem Produktabsatz ansetzt. In stark vereinfachter Form könnte eine Unternehmung aus dieser Sichtweise etwa wie in Abbildung 1 dargestellt werden.

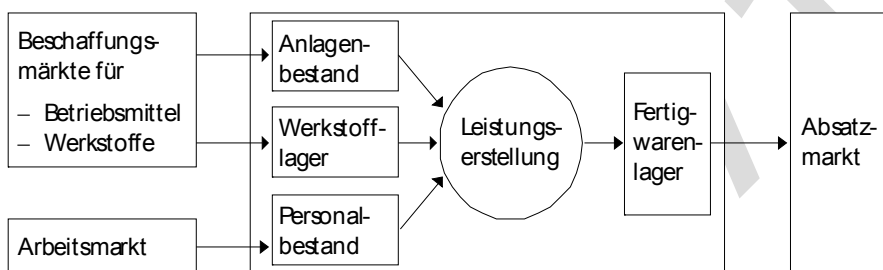


Abbildung 1: Die Unternehmung aus leistungswirtschaftlicher Sicht

Nachfolgend gehen wir durchgehend von der Annahme aus, dass der von uns näher betrachtete idealtypische Betrieb in ein geldwirtschaftliches System eingebettet ist. Daraus ergeben sich für betriebswirtschaftliche Betrachtungen zwei grundlegende Implikationen:

- Zum einen wird unterstellt, dass sich der gesamte **Leistungsaustausch** des Betriebes mit anderen Wirtschaftseinheiten nicht im Wege des direkten Tausches vollzieht (etwa nach dem Prinzip „Gussteile gegen Gummibärchen“), sondern dass Güter und Dienstleistungen jeweils im Austausch gegen sofort oder später fällige Geldzahlungen gehandelt werden.
- Zum zweiten wird unterstellt, dass auch interne **Bewertungsprobleme** dadurch gelöst werden, dass die zu vergleichenden Einsatzfaktoren, Produktionsergebnisse etc. einheitlich in *monetäre* Größen umgerechnet und damit vergleichbar gemacht werden.

Geld als Tausch-
und Recheneinheit

Geld erfüllt in der für die Betriebswirtschaftslehre typischen Sichtweise also sowohl die Funktion des generellen Tauschmittels als auch die Funktion der generellen Recheneinheit.

In den Kursen des Moduls „Externes Rechnungswesen“ haben Sie mit den Themenbereichen Buchhaltung und Jahresabschluss eine besonders prominente Form monetärer Darstellungen bereits gründlich kennengelernt. Um möglicherweise fatalen Missverständnissen zu entgehen, ist es allerdings wichtig, sich des Umstandes bewusst zu bleiben, dass es im Detail recht unterschiedliche Möglichkeiten gibt, etwa Leistungsströme oder Vermögensgegenstände „in Geld“ auszudrücken. Die einheitliche Bezeichnung mit monetären Einheiten (also etwa Euro, \$ oder anderen Währungen) sagt noch lange nicht, dass die zugrundeliegenden Größen auch wirklich schon unmittelbar vergleichbar sind. Wir werden uns daher zunächst im Abschnitt 1.1.2 mit zwei grundlegend unterschiedlichen Erscheinungsformen monetärer Angaben beschäftigen.

1.1.2 Monetäre Bestands- und Stromgrößen

Bestandsgrößen

Stromgrößen

Die modellmäßige Abbildung der betrieblichen Realität kann auch auf der monetären Ebene nochmals auf verschiedenen Darstellungsebenen erfolgen. Hierbei sind jeweils Bestandsgrößen und Stromgrößen zu unterscheiden. **Bestandsgrößen** sind stichtagsbezogen (z.B. Kassenbestand, Kontostand zum Ultimo eines Monats, Höhe der Außenstände zum Quartalsbeginn). Dagegen sind **Stromgrößen** zeitraumbezogen (z.B. Umsatz/Quartal, Miete/Monat, Gewinn/Jahr). Die zwischen zwei Stichtagen eintretenden Bestandsveränderungen können dabei stets als Summe oder Saldo der zu den betrachteten Beständen **korrespondierenden** Stromgrößen angesehen werden (z.B. Kassenbestand bei Geschäftsschluss am 31. Oktober = Kassenbestand Ende September + Kassenzugänge im Oktober ./. Kassenabgänge im Oktober).

Im Übrigen sind Ihnen diese beiden Darstellungsarten bereits aus früheren Kursen in Form der stichtagsbezogenen Bilanz und der zeitraumbezogenen GuV bekannt. Für die folgende Analyse erweist es sich als zweckmäßig, das gesamte Vermögen eines Unternehmens in etwas anderer Weise darzustellen als in der Bilanz.

Bestände	Ströme		
	Zugang	Abgang	
Bargeld + Sichtguthaben = Brutto-Zahlungsmittelbestand ./. Kontokorrentverbindlichkeiten			Zahlungsebene
= Netto-Zahlungsmittelbestand	Einzahlung	Auszahlung	
+ sonstige Geldforderungen ./. sonstige Schulden + sonstiges Vermögen			Vermögensebene
= Reinvermögen	Ertrag / Einlagen	Aufwand / Ausschüttungen	

Abbildung 2: Monetäre Bestands- und Stromgrößen

Sie finden die entsprechende Darstellung der Vermögensbestandteile in der ersten Spalte von Abbildung 2, zu der folgende Erläuterung angebracht ist:

Vermögens-
komponenten

- Unter **Sichtguthaben** sollen Guthaben bei Kreditinstituten verstanden werden, über die jederzeit verfügt werden kann, und zwar sowohl durch Barabhebung als auch mit den Instrumenten des bargeldlosen Zahlungsverkehrs (Überweisung, Scheck und Lastschrift).
- Sichtguthaben und Bargeld gemeinsam bilden den gesamten **Bruttobestand an Zahlungsmitteln**.
- Im Wirtschaftsleben ist es weithin üblich, dass Unternehmen in bestimmten Grenzen in einer von Tag zu Tag wechselnden Höhe Kredite „in laufender Rechnung“, sogenannte **Kontokorrentkredite**, in Anspruch nehmen können. Oftmals werden solche Kredite buchmäßig auf dem gleichen Konto wie die Sichtguthaben geführt; je nachdem, auf welcher „Seite“ sich der Saldo derartiger Konten befindet, wird ein Guthaben (Haben-Saldo) oder eine Kreditbeanspruchung (Soll-Saldo) ausgewiesen.
- Die Differenz zwischen dem Brutto-Zahlungsmittelbestand und den Kontokorrentverbindlichkeiten wollen wir als **Netto-Zahlungsmittelbestand** bezeichnen. Dabei ist zu beachten, dass diese Größe je nach den Gegebenheiten des Einzelfalls sowohl positiv als auch negativ sein kann; der Brutto-Zahlungsmittelbestand hingegen kann allenfalls null, nicht aber negativ werden. Wenn wir im Folgenden ohne weiteren Zusatz von Zahlungsmittelbeständen sprechen, meinen wir damit jeweils Netto-Zahlungsmittelbestände.

- Die **sonstigen Geldforderungen** umfassen alle auf Zahlungsmittel gerichteten Forderungen, die nicht bereits unter den Sichtguthaben als Zahlungsmittel erfasst wurden.
- Die **sonstigen Schulden** umfassen alle Verpflichtungen eines Unternehmens, die nicht bereits als Kontokorrentverbindlichkeiten erfasst wurden.
- Das **sonstige Vermögen** umfasst sämtliche Vermögensgegenstände, die nicht Bargeld, Sichtguthaben oder sonstige Geldforderungen sind.
- Als Endsaldo aus Netto-Zahlungsmittelbestand, sonstigen Geldforderungen, sonstigen Schulden und sonstigem Vermögen ergibt sich das **Reinvermögen**, also das, was Ihnen aus der bilanziellen Darstellung als Eigenkapital bekannt ist.

Wir können den einzelnen Bestandsgrößen nun jeweils mit ihrer Veränderung korrespondierende Stromgrößen zuordnen, so wie das in den rechten Spalten von Abbildung 2 verdeutlicht wird. Dabei interessieren uns im Folgenden vor allem die **Zahlungsebene** (i. S. von Netto-Zahlungsmittelbestand) einerseits und die **Vermögensebene** (i. S. von Reinvermögen) andererseits. Dabei wollen wir folgende terminologische Festlegung treffen:

Einzahlungen,
Auszahlungen

- Veränderungen des Netto-Zahlungsmittelbestandes wollen wir durchgängig als **Einzahlungen** (Bestandserhöhungen) bzw. **Auszahlungen** (Bestandsminderungen) bezeichnen, unabhängig davon, auf welche Gründe auch immer die entsprechenden Zahlungsbewegungen zurückzuführen sind.¹⁾

Einlagen,
Ausschüttungen

- Bei Veränderungen des Reinvermögens wollen wir demgegenüber zwei verschiedene Kategorien unterscheiden: Zum einen nämlich **Einlagen** der Gesellschafter und **Ausschüttungen** an diese; zum anderen aber Vermögensveränderungen, die sich aus der sonstigen Geschäftstätigkeit des Unternehmens ergeben. Dabei bezeichnen wir Vermögenserhöhungen aus der Geschäftstätigkeit als **Erträge** und Vermögensverminderungen als **Aufwendungen**.

Erträge, Aufwendungen

In den weiteren Ausführungen dieses Abschnitts wollen wir Einlagen und Ausschüttungen außer Acht lassen und uns auf die jeweiligen Beziehungen zwischen Einzahlungen und Erträgen bzw. Auszahlungen und Aufwendungen konzentrieren. Dazu bedienen wir uns eines Ihnen aus anderen Zusammenhängen bekannten „Mengenschemas“, wie es in Abbildung 3 zunächst für den Zusammenhang zwischen Einzahlungen und Erträgen enthalten ist. Der linke Kreis soll die Gesamtheit aller Einzahlungen verdeutlichen, der rechte die Gesamtheit aller Erträge.

1 Die Möglichkeit, dass eine Bank insolvent wird und das bei ihr bestehende Sichtguthaben verloren geht, soll dabei außer Betracht bleiben.

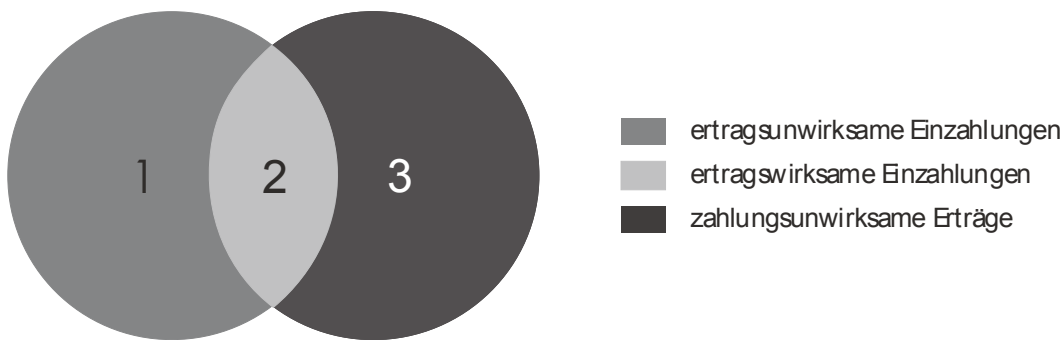


Abbildung 3: Abgrenzung von Einzahlungen und Erträgen

Der Umstand, dass die beiden Kreise einander überlappen, soll folgende drei Konstellationen verdeutlichen:

Drei Konstellationen von Erträgen/ Einzahlungen

- 1) Es gibt Transaktionen, die zwar zu Einzahlungen führen, das Reinvermögen jedoch unverändert lassen, also keinen Ertrag darstellen. Wir wollen im Folgenden von „**nicht ertragswirksamen**“ oder „**ertragsunwirksamen Einzahlungen**“ reden.
- 2) Weiterhin gibt es Transaktionen, die gleichzeitig zu Einzahlungen und zu Erhöhungen des Reinvermögens (Erträgen) führen. Wir wollen hier im Folgenden von „**ertragswirksamen Einzahlungen**“ bzw. „**zahlungswirksamen Erträgen**“ reden.
- 3) Schließlich existieren aber auch Vorgänge, die zwar zu Erträgen führen, durch die die Höhe des Zahlungsmittelbestandes aber unverändert bleibt. Hier wollen wir im Folgenden von „**nicht zahlungswirksamen**“ oder „**zahlungsunwirksamen Erträgen**“ reden.

Es dürfte unmittelbar einleuchten, dass die Beziehungen zwischen Auszahlungen und Aufwendungen in ganz analoger Weise dargestellt und systematisiert werden können.

Wir wollen diese drei Konstellationen am Beispiel von Einzahlungen und Erträgen noch etwas näher betrachten. **Ertragsunwirksame Einzahlungen** setzen offenbar voraus, dass die Erhöhung des Netto-Zahlungsmittelbestandes durch eine entgegengesetzt wirkende Änderung der übrigen Positionen in der „unteren Hälfte“ von Abbildung 2 gerade kompensiert wird. Einer Einzahlung müsste dann also gerade

Ertragsunwirksame Einzahlungen

- die Verminderung einer sonstigen Geldforderung,
- die Erhöhung sonstiger Schulden oder
- die Verminderung sonstigen Vermögens

in gleicher Höhe gegenüberstehen. Im Einzelnen können wir also drei grundlegende Kategorien¹⁾ von Geschäftsvorfällen unterscheiden, die zu einer ertragsunwirksamen Einzahlung führen können. Als Beispiele für diese drei Kategorien könnten etwa angeführt werden

- der Eingang eines offenen Rechnungsbetrages,
- die Barauszahlung eines aufgenommenen Darlehens,
- der Barverkauf von sonstigem Vermögen zum Buchwert.

Übungsaufgabe 1:

Nennen und erläutern Sie drei analoge Beispiele für eine **aufwandsunwirksame Auszahlung!**

Ertragswirksame
Einzahlungen

Ertragswirksame Einzahlungen sind dadurch gekennzeichnet, dass die Veränderung des Netto-Zahlungsmittelbestandes gerade *ohne* kompensierende Effekte der unter 1) auftretenden Art auf das Reinvermögen durchschlägt. Beispiele dafür wären etwa der Erhalt fälliger Miet-, Zins- oder Honorarzahlungen (oder – bei Erfassung nach der Bruttomethode – auch jeder Barverkauf).

Zahlungsunwirksame
Erträge

Zahlungsunwirksame Erträge schließlich sind dadurch charakterisiert, dass der Zahlungsmittelbereich des Unternehmens unberührt bleibt, sich jedoch bei den Posten in der „unteren Hälfte“ von Abbildung 2 bestimmte – zahlungsunwirksame – Veränderungen ergeben. Dabei lassen sich analog zu den ertragsunwirksamen Einzahlungen wiederum drei Kategorien derartiger zahlungsunwirksamer Erträge unterscheiden, nämlich

- das Entstehen oder die Erhöhung einer sonstigen Forderung,
- die Verminderung sonstiger Schulden oder
- die Erhöhung sonstigen Vermögens

ohne entsprechende Zahlungsbewegung. Als Beispiele für diese drei Kategorien zahlungsunwirksamer Erträge könnten etwa angeführt werden

- das Entstehen einer Geldforderung auf Grund einer erbrachten, aber noch nicht bezahlten Dienstleistung, das Fälligwerden von Ansprüchen auf Mietzahlungen etc.,

1 Die Bezahlung einer Gesellschaftereinlage stellt eine weitere Form einer ertragsunwirksamen Einzahlung dar. Sie unterscheidet sich von den drei anderen Kategorien jedoch prinzipiell dadurch, dass in diesem Fall die Einzahlung durchaus auf die Reinvermögensebene „durchschlägt“, diese spezielle Form der Reinvermögenserhöhung jedoch begrifflich nicht als „Ertrag“ subsumiert wird.

- die Verminderung von Schulden, dadurch bedingt, dass sich eine zunächst buchmäßig recht hoch angesetzte Schadensersatzverpflichtung im nachhinein als geringer erweist als ursprünglich erwartet, oder
- die (buchmäßige Umsetzung einer) Wertsteigerung am vorhandenen Sachvermögen.¹⁾

Der Vollständigkeit halber sei schließlich noch darauf hingewiesen, dass es zahlreiche Transaktionen gibt, deren monetäre Konsequenzen in Teilen mehreren der genannten Kategorien zuzurechnen sind. Stellt etwa ein Beratungsunternehmen nach Erstellung eines Gutachtens 100.000 GE in Rechnung, von denen der Kunde allerdings vereinbarungsgemäß zunächst nur 60.000 GE bezahlt, so ist dieser Vorgang im Volumen von 60.000 GE mit einem zahlungswirksamen Ertrag (Kategorie 2) und im Volumen von 40.000 GE mit einem nicht zahlungswirksamen Ertrag (Kategorie 3) verbunden.

Übungsaufgabe 2:

- a) Nennen und erläutern Sie drei analoge Beispiele für **einen zahlungsunwirksamen Aufwand!**
- b) Charakterisieren Sie die folgenden Geschäftsvorfälle hinsichtlich ihrer Aufwands-/ Ertrags- und Zahlungswirkung (GE = Geldeinheit[en]):
 - i Barverkauf einer Maschine für GE 9.000,- (Buchwert: 5.000 GE)
 - ii Barverkauf einer Maschine für GE 2.000,- (Buchwert: 3.000 GE)
 - iii Barverkauf von Fertigwaren für GE 5.000,- (Buchwert: 3.500 GE) !

In der hier dargestellten Form erscheint die Abgrenzung der beiden monetären Darstellungsebenen fast trivial. In etwas komplexeren Zusammenhängen besteht jedoch leicht die Gefahr, diese Differenzierung nicht präzise genug zu beachten und dadurch Missverständnissen zu unterliegen. Die folgende Übungsaufgabe enthält eine kleine Kostprobe davon.

1 Derartige „Zuschreibungen“ sind nach den in Deutschland maßgeblichen Buchhaltungsvorschriften allerdings nur in einem recht eingeschränkten Rahmen zulässig. Wegen näherer Einzelheiten sei auf das Modul „Externes Rechnungswesen“ verwiesen.

Übungsaufgabe 3:

In der Stellungnahme des Kreditsachbearbeiters einer Bank lesen Sie unter anderem:

Der Finanzbedarf für das ehrgeizige Investitionsprogramm der CONSTRUCTA AG beläuft sich im kommenden Jahr auf 50 Mio. GE. Bezüglich der Finanzierung bestehen folgende Vorstellungen:

- Im laufenden Jahr wurde ein Jahresüberschuss von 18 Mio. GE erzielt. Da auf Ausschüttungen völlig verzichtet wurde, steht dieser Betrag voll für Investitionszwecke zur Verfügung.
- Nach allen Anzeichen kann davon ausgegangen werden, dass im kommenden Jahr ein Jahresüberschuss in mindestens gleicher Höhe erzielt wird, so dass auf jeden Fall auf Eigenmittel von über 36 Mio. GE zurückgegriffen werden kann.
- Angesichts einer Eigenfinanzierungsquote von mehr als 70% bestehen keinerlei Bedenken, zur Restfinanzierung einen Kredit bereitzustellen.

Nehmen Sie vor dem Hintergrund der oben vorgenommenen Differenzierung zu diesen Ausführungen Stellung!

1.1.3 Die Unternehmung als System von Zahlungsströmen

Wie Sie sich sicher selbst unschwer klar machen können, ist die gesamte Unternehmenstätigkeit mit ständigen Veränderungen des Zahlungsmittelbestandes einerseits, sowie des Reinvermögens andererseits verbunden. Es ist daher auch möglich, das Unternehmen nicht nur als System von Leistungsströmen (vgl. dazu Abbildung 1) zu betrachten, sondern es zugleich

- als System von Ertrags- und Aufwandsströmen oder auch
- als System von Zahlungsströmen

anzusehen. Keine dieser beiden möglichen Sichtweisen ist der anderen a priori vorzuziehen; vielmehr ist je nach dem verfolgten Erkenntnisziel der eine oder der andere Blickwinkel zweckmäßiger. Mit der Gewinn- und Verlustrechnung haben Sie ja schon ein sehr prominentes Beispiel für eine monetäre Darstellung auf der Ebene von Ertrags- und Aufwandsströmen kennengelernt, die für die dem Jahresabschluss übertragenen Aufgaben eine im Grundsatz durchaus geeignete Darstellungsform bildet.

Im Folgenden wollen wir das Unternehmen jedoch als System von Zahlungsströmen betrachten. Den Ausgangspunkt dazu bilden die in Abbildung 1 verdeutlichten Kategorien von Leistungsströmen. Soweit die dort verdeutlichten Leistungsströme die Grenze des Unternehmens überschreiten, ist davon auszugehen, dass sie von zeitlich unter Umständen mehr oder weniger stark versetzten Zahlungsströmen in gerade umgekehrter Fließrichtung begleitet werden. Abbildung 4 verdeutlicht diesen Zusammenhang.

Zahlungen
als Gegenbewegungen
zu Leistungsströmen

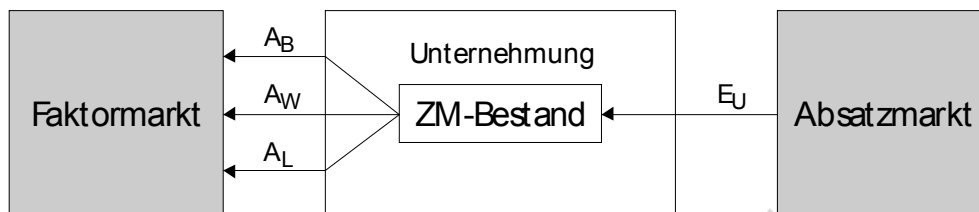


Abbildung 4: Die Unternehmung als System von Zahlungsmittelströmen und -beständen (Basisdarstellung)

Dabei verdeutlichen Pfeile, die von dem das Unternehmen symbolisierenden Rechteck weg weisen, Auszahlungen (A), die das Unternehmen für Löhne und Gehälter (A_L), die Beschaffung von Werkstoffen (A_W) und Betriebsmitteln (A_B) an den Faktormarkt leistet. Auf der anderen Seite fließen dem Unternehmen vom Absatzmarkt Einzahlungen aus Umsatztätigkeiten (E_U) zu. Soweit im Zeitablauf mehr Einzahlungen als Auszahlungen erfolgen, kommt es zu Zahlungsmittelbeständen (ZM).

Unterstellt man nun weiter, dass die für die Faktorbeschaffung notwendigen Auszahlungen – so wie das de facto üblicherweise anzutreffen ist – den aus der Produktions- und Umsatztätigkeit folgenden Einzahlungen zeitlich vorausseilen, so kann es in unserem Modell allerdings erst gar nicht zu Zahlungsmittelbeständen kommen; vielmehr würden schon die ersten Auszahlungsforderungen auf „leere Kassen“ stoßen. Es bedarf mithin weiterer, von dem unmittelbaren Leistungsprozess losgelöster Einzahlungen aus gesonderten Finanzkontrakten, um den aus der zeitlichen Divergenz zwischen Faktorbeschaffung einerseits und Umsatzprozess andererseits resultierenden Zahlungsmittelbedarf abzudecken.

Leistungsunabhängige
Zahlungen

Unter **Finanzkontrakten** wollen wir dabei alle Arten von Verträgen verstehen, die in ihrem wesentlichen Kern auf den Austausch von Zahlungsmitteln oder Ansprüchen auf Zahlungsmittel hinauslaufen. Die Gesamtheit derartiger Transaktionen sowie die für ihre Vereinbarung und Durchführung maßgeblichen Institutionen kann man zusammenfassend als **Finanzmarkt** bezeichnen. Dabei interessieren uns hier zunächst nur **Finanzierungsverträge** als eine besondere Form von Finanzkontrakten, die dadurch gekennzeichnet ist, dass eine Vertragspartei, der Geldgeber, seinem Vertragspartner, dem Geldnehmer, zunächst Zahlungsmittel überlässt und damit zugleich Ansprüche auf spätere Zahlungen des ursprünglichen Geldnehmers erwirbt.

Teilt man die entsprechenden Finanzierungsverträge – zunächst ohne nähere inhaltliche Präzisierung – in solche der Eigen- und Fremdfinanzierung ein und beachtet man, dass diese Einzahlungen (E_E bzw. E_F) ihrerseits weitere Auszahlungen (A) in Form von Zinsen (A_Z), Tilgungsleistungen (A_T) und Ausschüttungen (A_A) induzieren, so kann unsere Ausgangsdarstellung zu dem in Abbildung 5 wiedergegebenen Schema erweitert werden. Dabei ist mit den an den Fiskus zu leistenden Steuerzahlungen (A_S) noch eine weitere Auszahlungskategorie aufgenommen worden, der kein unmittelbarer Leistungsstrom als direkte Gegenleistung zugeordnet werden kann.

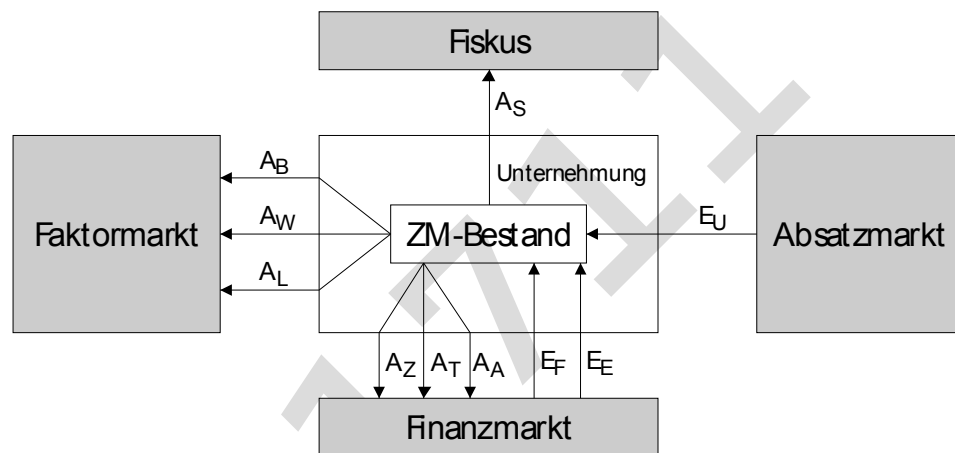


Abbildung 5: Die Unternehmung als System von Zahlungsmittelströmen und -beständen (Erweiterung)

Übungsaufgabe 4 :

Wenn Sie dem in Abbildung 5 enthaltenen Zahlungsstromschema die Gegebenheiten eines realen Unternehmens gegenüberstellen, werden Sie feststellen, dass etliche tatsächlich zu beobachtende Arten von Ein- und Auszahlungen in diesem Schema nicht erfasst sind.

- Versuchen Sie einige Beispiele für derartige nicht erfasste Zahlungsarten zu finden!
- Warum haben wir wohl Zahlungen der unter a) gemeinten Art nicht auch noch in das Zahlungsstromschema aufgenommen?

Wie Sie bereits aus der Kurseinheit 1 wissen und wie im Folgenden Abschnitt noch ausführlicher erläutert wird, ist die **Erhaltung des finanziellen Gleichgewichts** eine unabdingbare Voraussetzung für die gesamte Unternehmenstätigkeit. Mithin gilt es, die durch Abbildung 5 verdeutlichten Zahlungsströme so zu gestalten, dass stets genug Zahlungsmittel zur Verfügung stehen, um den anstehenden Auszahlungsverpflichtungen nachzukommen – und dies zudem noch in einer im Hinblick auf die übergeordneten Unternehmensziele möglichst „günstigen“ Weise. Die mit der Bewältigung derartiger Probleme zusammenhängenden Fragen werden in Vorlesungen, Lehrbüchern und Kursen zum Thema **Finanzierung** behandelt, mit dem wir uns in dieser Kurseinheit ausführlicher befassen werden.

1.1.4 Finanzierung und Finanzmanagement

Versucht man, den Begriff der „Finanzierung“ durch Rückgriff auf einschlägiges Schrifttum und allgemeinen Sprachgebrauch näher zu definieren, so ergibt sich die erste Schwierigkeit daraus, dass das Wort „Finanzierung“

Begriff
der Finanzierung

- zum Teil als Bezeichnung für bestimmte Vorgänge und Aktivitäten verwendet wird („Das Unternehmen finanziert die Investition durch Kredite“),
- zum Teil aber auch als Bezeichnung für das quantitative Ergebnis entsprechender Aktivitäten („Die Kreditfinanzierung betrug 10 Mio. Euro“).¹⁾

Diese mögliche Doppeldeutigkeit ist zwar misslich; sie ist jedoch sowohl in der Alltags- als auch in der Fachsprache so weit verbreitet, dass wir das kleinere Übel darin sehen, diesem Sprachgebrauch auch hier grundsätzlich zu folgen und darauf zu verzichten, eine eigene, in diesem Punkt präziser differenzierende Terminologie zu entwickeln. Allzu große Beeinträchtigungen dürften damit allerdings nicht verbunden sein, da aus dem Kontext im Allgemeinen eindeutig hervorgeht, in welcher der beiden grundlegenden Bedeutungsvarianten „Finanzierung“ jeweils gemeint ist.

Dieser grundlegenden Problematik ungeachtet, verbleibt der Befund, dass „Finanzierung“ sowohl in der einen als auch in der anderen Grundbedeutung von Autor zu Autor unterschiedlich definiert und in Unterkategorien differenziert wird. Die nachfolgend entwickelten Definitionen müssen somit zwangsläufig mehr oder weniger stark von dem abweichen, was Sie in anderen Quellen finden.²⁾

1 Derartige begriffliche Mehrfachbelegungen bestimmter Ausdrücke sind insgesamt recht häufig anzutreffen. So kann „Organisation“ sowohl den Vorgang des Organisierens bezeichnen („für die Organisation des Betriebsausfluges war verantwortlich ...“) als auch die organisatorische Struktur einer Institution im Sinne von „Aufbauorganisation“ oder die Institution selbst („Konferenz der Menschenrechtsorganisationen“). Ähnlich verhält es sich mit dem Begriff „Management“. Darunter kann zum einen der Vorgang des „Managens“, zum anderen aber auch der dafür verantwortliche Personenkreis verstanden werden.

2 Vgl. stellvertretend VORMBAUM (1995), S. 24–30, und SCHNEIDER (1992), S. 7–21. Auch der Versuch, Finanzierung als „Kapitalbeschaffung“ oder in ähnlicher Weise unter Rückgriff auf den Kapitalbegriff zu definieren, ist wenig hilfreich, da dieser Begriff noch unklarer ist als der der Finanzierung. Vgl. dazu etwas ausführlicher BITZ (1994), S. 189–191.

Aktionsbezogene
Definition von
Finanzierung

Soweit „Finanzierung“ als Bezeichnung für bestimmte Aktivitäten verwendet wird, wollen wir im Folgenden darunter zunächst die Gesamtheit der Maßnahmen verstehen, die unmittelbar dazu dienen, innerhalb einer bestimmten Periode durch

- Rückgriff auf verfügbare Liquiditätsreserven oder
- Erzielung von Einzahlungen

die Zahlungsmittel verfügbar zu machen, die benötigt werden, um

1. bestehende Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen,
2. die mit den ansonsten geplanten unternehmerischen Aktivitäten verbundenen Auszahlungen zu leisten und
3. den als Liquiditätsreserve vorgesehenen Endbestand an Zahlungsmitteln zu realisieren.

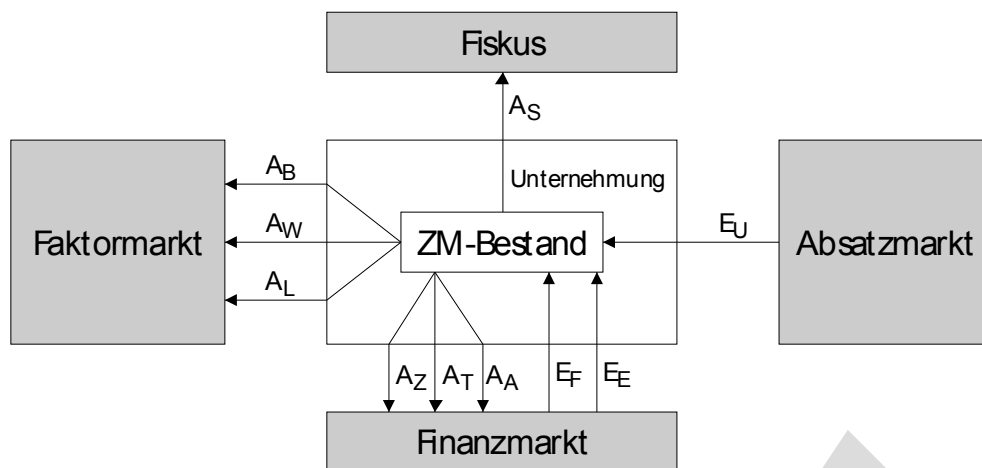
Darüber hinaus wollen wir zusätzlich alle Maßnahmen unter den Finanzierungs-begriff subsumieren, durch die bei unveränderten Leistungstransaktionen die damit verknüpften Zahlungsverpflichtungen in spätere Perioden verlagert werden.¹⁾

Quantitative Definition
von Finanzierung

Im Hinblick auf die zweite grundlegende Bedeutungsvariante des Finanzierungs-begriffs, die Bezeichnung des Volumens von Finanzierungsmaßnahmen, erweist es sich als zweckmäßig, auf die Ihnen bereits bekannte Darstellung des Unternehmens als System von Zahlungsströmen zurückzugreifen, wie sie in nachfolgender Abbildung 6 noch einmal ergänzt um Symbolerläuterungen wiedergegeben ist.²⁾

1 Zu weiteren Überlegungen zu dieser Definition vgl. BITZ (1994), S. 195–198.

2 Selbstverständlich könnte man diese Darstellung noch „realistischer“ gestalten, indem man sie um weitere Kategorien von Zahlungsströmen ergänzt, z.B. um Liquidationserlöse, Auszahlungen für Versicherungen, Leasingraten etc. Dies würde die folgenden Darstellungen allerdings lediglich komplizierter und unübersichtlicher werden lassen, ohne dass für die uns hier interessierende Herleitung grundlegender Begriffskategorien damit etwas gewonnen würde. Also belassen wir es bei diesem einfachen Unternehmensmodell.



- A_B = Auszahlungen für Betriebsmittel (Investitionen) A_S = Auszahlungen für Steuern
 A_W = Auszahlungen für Werkstoffe E_E = Einzahlungen aus Eigenfinanzierung
 A_L = Auszahlungen für Löhne und Gehälter E_F = Einzahlungen aus Fremdfinanzierung
 A_Z = Auszahlungen für Zinsen E_U = Einzahlungen aus Umsatztätigkeit
 A_T = Auszahlungen für Tilgung ZM = Zahlungsmittel
 A_A = Auszahlungen für Ausschüttungen

Abbildung 6: Das Unternehmen als System von Zahlungsströmen und -beständen

Wie für die zeitliche Entwicklung aller Bestände jeglicher Art gilt nun auch für den Zahlungsmittelbestand eines Unternehmens die elementare Grundbeziehung, dass für jede beliebige Zeitspanne *Anfangsbestand* und *Zugänge* zusammen stets mit der Summe aus *Abgängen* und *Endbestand* übereinstimmen müssen.

Bezeichnet man den auf eine beliebige Periode bezogenen Anfangs- bzw. Endbestand an Zahlungsmitteln einer Unternehmung mit ZM_0 und ZM_1 , so kann diese elementare Grundbeziehung, wie in Abbildung 7a verdeutlicht, zu folgender **Finanzierungsgleichung** spezifiziert werden:

Anfangsbestand an Zahlungsmitteln (ZM_0) + Einzahlungen aus Umsätzen (E_U) + Einzahlungen aus Finanzkontrakten ($E_E + E_F$)	$=$	laufende Auszahlungen ($A_L + A_W + A_Z + A_S$) + Auszahlungen für Investitionen, Ausschüttungen und Tilgung ($A_B + A_A + A_T$) + Endbestand an Zahlungsmitteln (ZM_1)
--	-----	---

Abbildung 7a: Finanzierungsgleichung (Grundform)

Inhalt der Finanzierungsgleichung

Diese Gleichung kann sowohl *prospektiv*, d.h. für die Planung künftiger Zahlungsbewegungen, als auch *retrospektiv*, d.h. für die zusammenfassende Darstellung der in einer zurückliegenden Periode tatsächlich erfolgten Zahlungen, verwendet werden. Betrachten wir zunächst die linke Seite dieser Gleichung, so werden schon zwei grundlegend unterschiedliche Finanzierungskategorien erkennbar, nämlich zum einen die aus der laufenden Umsatztätigkeit resultierende Finanzierung, zum anderen die aus gesonderten Finanzkontrakten.

Auf der rechten Seite der Gleichung haben wir auch die Gesamtheit aller Auszahlungen in zwei große Gruppen eingeteilt, nämlich

- in solche Auszahlungen, die im Zuge des Betriebsprozesses eher kontinuierlich anfallen und dabei zumeist relativ zeitnah zu Aufwendungen führen, sowie
- in solche Auszahlungen, die eher punktuell anfallen und zugleich typischerweise gar nicht oder allenfalls mit größerer zeitlicher Verzögerung zu Aufwendungen führen.

Auf diese Finanzierungsgleichung werden wir im Abschnitt 1.2.1 noch näher eingehen.

Zuvor wollen wir uns jedoch noch kurz mit dem Begriff des **Finanzmanagements** beschäftigen. Dessen Funktion kann darin gesehen werden,

Aufgaben des Finanzmanagements

- die Gesamtheit der mit der Unternehmenstätigkeit verbundenen Zahlungsströme zu planen und zu überwachen sowie
- in Abstimmung mit anderen Unternehmensbereichen gestaltend auf die Zahlungsströme einzuwirken.

Wir werden gleich noch einmal darauf zurückkommen, dass es bestimmte Arten von Zahlungsströmen gibt, deren Gestaltung typischerweise in der unmittelbaren Kompetenz des Finanzmanagements liegt, während andere Zahlungsströme regelmäßig durch die Entscheidungen anderer Unternehmensbereiche bestimmt werden und von dem Finanzmanagement nur eher passiv hingenommen werden können.

Die wichtigste Aufgabe des Finanzmanagements besteht darin, die jederzeitige **Zahlungsfähigkeit** des Unternehmens zu erhalten. Andere Bezeichnungen für diese Vorgabe sind etwa „die Aufrechterhaltung des finanziellen Gleichgewichts“ oder „die Wahrung der Liquidität“. Materiell bedeutet dieses Prinzip, dafür Sorge zu tragen, dass das Unternehmen zu jedem Zeitpunkt in der Lage ist, definitiv *fällige* Zahlungsverpflichtungen auch tatsächlich zu erfüllen. Dies setzt voraus, dass das Unternehmen in den jeweiligen Fälligkeitszeitpunkten über entsprechend

hohe Bestände an Zahlungsmitteln verfügt oder diese ad hoc – etwa durch eine sofortige Kreditaufnahme – in kürzester Zeit beschaffen kann.

Die elementare Grundanforderung an die (vorausschauende) **Finanzplanung** – als weitere Aufgabe des Finanzmanagements – besteht dann darin, die für die Zukunft geplanten Maßnahmen so zu gestalten, dass

- die nach Plan *vorgesehenen* Auszahlungen der verschiedenen Kategorien
- ohne Ausnahme sämtliche definitiv *fälligen* Zahlungsverpflichtungen

umfassen. Dies wiederum setzt voraus – so wie es Abbildung 7a verdeutlicht –, dass für die in der betrachteten Periode geplanten Einzahlungen zusammen mit dem zu Periodenbeginn verfügbaren Zahlungsmittelbestand ein entsprechend hohes Volumen vorgesehen ist.

Auch wenn es auf den ersten Blick anders scheinen möchte, hat die Finanzierungsgleichung gemäß Abbildung 7a also *unmittelbar* gar nichts mit dem finanziellen Gleichgewicht zu tun. Sie stellt vielmehr lediglich eine triviale Größenbeziehung dar, die zwangsläufig *immer* erfüllt ist, selbst dann, wenn ein Unternehmen in der betrachteten Periode zahlungsunfähig geworden ist. Dieser Umstand resultiert daraus, dass sich die Finanzierungsgleichung ja nur auf die tatsächlich *realisierten* Zahlungen bezieht und keine Aussage darüber zulässt, ob damit auch alle *fälligen* Zahlungsverpflichtungen abgedeckt werden konnten. Folgende Übungsaufgabe gibt Ihnen Gelegenheit, sich diesen Sachverhalt an einem bewusst einfach gehaltenen Fall selbst zu verdeutlichen.

Übungsaufgabe 5:

Die MONA-LISA GmbH verfügte zu Beginn des Jahres über einen Kassenbestand von 5.000 GE. Im Laufe des Jahres sind folgende zahlungswirksame Transaktionen erfolgt:

(1) Einzahlungen aus Umsatztätigkeit	210.000 GE
(2) Einlagen der Gesellschafterinnen	80.000 GE
(3) Lohnzahlungen	60.000 GE
(4) Zahlungen an Werkstofflieferanten	85.000 GE
(5) Zinsauszahlungen	20.000 GE
(6) Tilgungsauszahlungen	76.000 GE
(7) Zahlungen für Maschinen	24.000 GE
(8) Steuerzahlungen	30.000 GE

- a) Stellen Sie im Rückblick auf das betrachtete Geschäftsjahr die Finanzierungsgleichung gemäß Abbildung 7a auf!

- b) Die im Laufe des Jahres zwingend zu erfüllenden – und auch nicht mehr hinausschiebbaren – Zahlungsverpflichtungen betragen:

– Lohnverpflichtungen	60.000 GE
– Lieferantenverbindlichkeiten	112.000 GE
– Zinsen	20.000 GE
– Tilgungsraten	125.000 GE
– Steuerschulden	55.000 GE

Überprüfen Sie die Einhaltung der Zahlungsfähigkeit und kommentieren Sie Ihren Befund!

1.2 Finanzierungsarten

1.2.1 Abgrenzung von Innen- und Außenfinanzierung

Wir wollen uns nun noch etwas näher mit der **Finanzierungsgleichung** gemäß Abbildung 7a beschäftigen. Zur näheren Analyse verwendet man diese Gleichung allerdings häufig nicht in ihrer Grundform. Vielmehr stellt man den

- Einzahlungen aus der Umsatztätigkeit (E_U)
- die zur Umsatzerzielung mehr oder weniger synchron zu erbringenden laufenden Auszahlungen $A_L + A_W + A_Z + A_S$

Finanzierungsgleichung
(Modifikation)

unmittelbar gegenüber und betrachtet nur noch den entsprechenden *Saldo* ($E_U - A_L - A_W - A_Z - A_S$). Betrachten wir zunächst nur den Fall, dass dieser Saldo positiv ist, so kann die Finanzierungsgleichung dementsprechend auch wie folgt dargestellt werden:

Anfangsbestand an Zahlungsmitteln (ZM_0) + laufender Einzahlungsüberschuss ($E_U - A_L - A_W - A_Z - A_S$) + Einzahlungen aus Finanzkontrakten ($E_E + E_F$)	=	Auszahlungen für Betriebsmittel, Ausschüttungen und Tilgung ($A_B + A_A + A_T$) + Endbestand an Zahlungsmitteln (ZM_1)
--	---	---

Abbildung 7b: Finanzierungsgleichung (Modifikation)

Dabei ist es üblich geworden,

- den laufenden Einzahlungsüberschuss gem. Abbildung 7b als **Innenfinanzierung**,
- die Einzahlungen aus Finanzkontrakten als **Außenfinanzierung** und
- die Auszahlungen für Investitionen, Ausschüttungen und Tilgung als **Mittelverwendung**

Innen- und
Außenfinanzierung

zu bezeichnen.

Beachtet man nun weiter, dass

- eine Erhöhung der Zahlungsmittelbestände (also $ZM_1 > ZM_0$) als Mittelverwendung, eine Verminderung ($ZM_0 > ZM_1$) hingegen als Mittelherkunft interpretiert werden kann, und
- der als **Innenfinanzierung** bezeichnete Saldo im Einzelfall auch negativ sein kann und das dann entstehende **Innendefizit** aus anderen Finanzierungsquellen abgedeckt werden muss,

so können die betrachteten Zahlungsströme schließlich in der durch Abbildung 8 verdeutlichten Weise zu einer Übersicht über Herkunft und Verwendung der finanziellen Mittel zusammengefasst werden:

Herkunft und
Verwendung
finanzieller Mittel

Mittelherkunft		Mittelverwendung
Verminderung von Zahlungsmittelbeständen ($ZM_0 ./ ZM_1$)*	}	Investition (A_B)
+ Innenfinanzierung $[E_U - (A_L + A_W + A_Z + A_S)]^{**}$		+ Schuldentilgung (A_T)
+ Außenfinanzierung ($E_E + E_F$)		+ Ausschüttungen (A_A)
		+ Erhöhung von Zahlungsmittelbeständen ($ZM_1 ./ ZM_0$)*
	=	+ Deckung des Innendefizits $[(A_L + A_W + A_Z + A_S) - E_U]^{**}$

Abbildung 8: Mittelherkunft und -verwendung

Dabei treten die mit * und ** gekennzeichneten Salden der gleichen Art im konkreten Fall je nach ihrem Vorzeichen stets nur auf *einer* Seite dieses Schemas auf. Die folgenden Ausführungen beziehen sich allerdings nur noch auf den Fall, dass der als Innenfinanzierung bezeichnete Saldo auch wirklich ein positives Vorzeichen aufweist.

- Finanzierungsquellen
- Im Ergebnis stehen einem Unternehmen also grundsätzlich drei Finanzierungsquellen zur Verfügung, nämlich
- der Rückgriff auf zuvor gebildete Zahlungsmittelbestände,
 - die Innenfinanzierung und
 - die Außenfinanzierung.

Übungsaufgabe 6a:

Greifen Sie auf die Daten von Übungsaufgabe 5 zurück, soweit sie sich auf die effektiv erfolgten Zahlungsströme beziehen!

- a) Erstellen Sie ein Schema von Mittelherkunft und -verwendung nach dem in Abbildung 8 verdeutlichten Muster!
- b) Lösen Sie Aufgabenteil a) noch einmal für den Fall, dass bei ansonsten unveränderten Daten
 - die Umsatzeinzahlungen nur 188.000 GE,
 - die Gesellschaftereinlagen jedoch 117.000 GE
 betragen hätten!

Abgrenzung zwischen Innen- und Außenfinanzierung:

- Herkunft der Zahlungsmittel

Die vorgenommene **Unterscheidung** zwischen **Innen- und Außenfinanzierung** kann durch die folgenden drei Merkmale präzisiert und veranschaulicht werden:

- (1) Bei beiden Finanzierungsarten erfolgt der Zustrom der Zahlungsmittel zwar aus Quellen *außerhalb* der Unternehmung,
 - bei der Innenfinanzierung jedoch durch Transaktionen *innerhalb* des betrieblichen **Leistungs- und Umsatzprozesses**,
 - bei der Außenfinanzierung hingegen *außerhalb* des betrieblichen Leistungs- und Umsatzprozesses durch **gesonderte Finanztransaktionen**.

- Form der Gegenleistung

- (2) Dementsprechend besteht die Gegenleistung für den jeweiligen Zahlungsmittelzufluss
 - bei der Innenfinanzierung in der Lieferung von Gütern oder Dienstleistungen,
 - bei der Außenfinanzierung hingegen in der Zahlung von Zinsen, Tilgungen, Dividenden etc.

(3) Dabei erfolgt diese Gegenleistung

- bei der Innenfinanzierung i. d. R. vor oder gleichzeitig mit der Einzahlung und nur selten danach (Kundenanzahlung),
- bei der Außenfinanzierung hingegen zwingend nach der Einzahlung.

– Zeitpunkt
der Gegenleistung

Für den gedanklichen Umgang mit diesem Begriffspaar – und zwar sowohl im Hinblick auf die Analyse als auch auf die Gestaltung der zugrundeliegenden Sachverhalte – ist es zudem wichtig, sich der folgenden beiden Unterschiede bewusst zu bleiben:

Während die

- als Außenfinanzierung bezeichneten Zahlungsströme nur Brutto-Einzahlungen erfassen, also stets einen Finanzierungsbeitrag erzeugen,
- stellt die Innenfinanzierung eine Saldogröße von Ein- und Auszahlungen dar, bei der u. U. auch die Auszahlungskomponente überwiegen kann.

– Bruttogröße
versus
Saldogröße

Überwiegt in dieser Saldogröße die Auszahlungskomponente, so bewirken die ansonsten der *Innenfinanzierung* zugerechneten Vorgänge per Saldo also gar nicht einen Finanzierungsbeitrag, sondern im Gegenteil ein Defizit, das aus anderen Quellen finanziert werden muss.

Außerdem gehören

- Maßnahmen der Außenfinanzierung üblicherweise zum originären Kompetenzbereich des Finanzmanagements, während
- Innenfinanzierungsvorgänge primär aus Entscheidungen im Leistungsbereich eines Unternehmens resultieren und insoweit im Regelfall außerhalb der unmittelbaren Entscheidungskompetenz des Finanzmanagements liegen.

– Kompetenzbereich

Aus dem letztgenannten Grund werden wir uns in den Kapiteln 2 und 3 dieser Kurseinheit auch in einem erkennbaren inhaltlichen Schwerpunkt mit der Außenfinanzierung beschäftigen. In den folgenden Abschnitten wollen wir Ihnen zuvor aber noch – als aus unserer Sicht wichtige Orientierungshilfe - einige Hinweise zum Bereich der Innenfinanzierung geben, die Ihnen auf Ihrem Weg durch die oftmals verschlungenen Pfade der Betriebswirtschaftslehre helfen werden.

1.2.2 Innenfinanzierung aus zahlungs- und bilanzorientierter Sicht

Wir haben die verschiedenen Finanzierungsarten bislang danach unterschieden, aus welchen Rechtsgeschäften die jeweiligen Zahlungsmittelzuflüsse resultieren. Diese an den Zahlungsquellen orientierte Einteilung halten wir für die angemessene Darstellungsform. Da Sie in der einschlägigen Literatur und zum Teil auch in anderen Studienbriefen der FernUniversität recht häufig aber einen anderen Systematisierungsansatz vorfinden, der insbesondere bei der Innenfinanzierung zu einer ganz anderen Unterteilung führt, erscheint es uns notwendig, diesen von uns der Sache nach für weniger zweckmäßig erachteten Ansatz dennoch kurz darzustellen und den Zusammenhang mit der von uns bevorzugten zahlungsorientierten Darstellung zu verdeutlichen.

Bevor wir uns aber der bilanzorientierten Sichtweise der Innenfinanzierung widmen, wollen wir den der Sache nach überlegenen zahlungsorientierten Innenfinanzierungsbegriff noch etwas differenzierter betrachten.

1.2.2.1 Varianten des zahlungsorientierten Innenfinanzierungsbegriffs

Welche Ein- und Auszahlungsströme genau der Innenfinanzierung zugerechnet werden, ist eine Frage, auf die es weder eine „natürliche“ noch eine sachlogisch eindeutige Antwort geben kann. Es bedarf vielmehr stets einer entsprechenden Konvention. Es ist daher nicht verwunderlich, dass man gelegentlich auch bei den Befürwortern einer zahlungsorientierten Betrachtung im Detail voneinander abweichende Abgrenzungen des Innenfinanzierungsbegriffs findet. Dabei sind insbesondere die folgenden beiden Varianten zu beachten:

Addition von
Liquidationserlösen

- Bislang haben wir nur die Einzahlungen aus dem Umsatzprozess und sonstigen laufenden Leistungen als Positivkomponente erfasst. Darüber hinaus fließen einem Unternehmen in der Regel in unregelmäßigen Abständen stoßweise Erlöse aus der Liquidation von Vermögensgegenständen zu, z.B. beim Verkauf eines alten LKW. Werden auch derartige **Liquidationserlöse** in die Betrachtung mit einbezogen, so soll von der **Innenfinanzierung im weiteren Sinne** (im Gegensatz zu der bislang betrachteten **Innenfinanzierung im engeren Sinne**) die Rede sein.

Subtraktion von
Ausschüttungen

- Die Ausschüttungen der Periode haben wir bislang dem Bereich der Mittelverwendung zugerechnet. Es ist jedoch auch möglich, die entsprechenden Auszahlungen als weitere Negativkomponente bei der Ermittlung der Innenfinanzierung anzusetzen. Je nachdem, wie man hier verfährt, führt dies zu der weiteren Unterscheidung zwischen der **Innenfinanzierung vor Ausschüttungen** und der **Innenfinanzierung nach Ausschüttungen**.

Fasst man beide Variationsmöglichkeiten gleichzeitig ins Auge, erhält man die durch folgendes Schema verdeutlichten vier verschiedenen Innenfinanzierungsbegriffe:

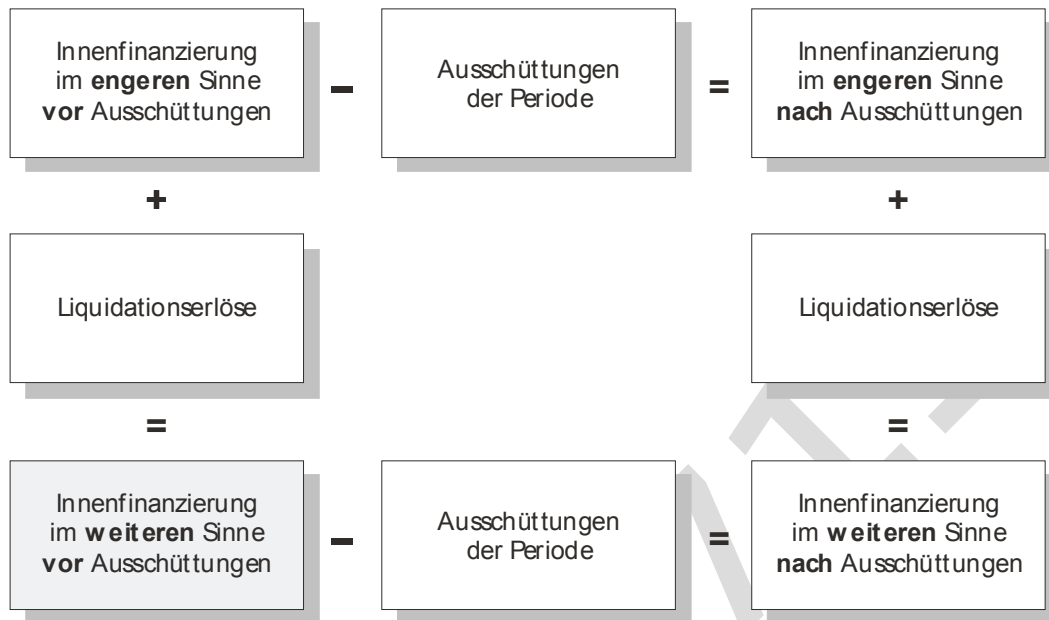


Abbildung 9: Innenfinanzierungsbegriffe (zahlungorientiert)

Im Folgenden wollen wir unter der nicht weiter spezifizierten Bezeichnung „Innenfinanzierung“ stets die (zahlungorientiert definierte) Innenfinanzierung im weiteren Sinne vor Ausschüttungen verstehen. Soweit an der einen oder anderen Stelle ein anderer Innenfinanzierungsbegriff gemeint ist, wird dies gesondert angemerkt.

Innenfinanzierung im weiteren Sinne vor Ausschüttungen

1.2.2.2 Innenfinanzierung nach bilanzorientierter Betrachtungsweise

1.2.2.2.1 Das Grundkonzept

Nach dem bilanzorientierten Konzept wird die Innenfinanzierung danach unterteilt, wie sich die mit der Verbuchung der jeweiligen Zahlungsströme verbundenen Gegenbuchungen in Bilanz oder GuV-Rechnung niederschlagen. Wir wollen in diesem Kurs, der am Anfang Ihres betriebswirtschaftlichen Studienprogramms steht, darauf verzichten, die dem bilanzorientierten Darstellungskonzept der Innenfinanzierung zugrundeliegenden Zusammenhänge allgemein darzustellen. Das wird späteren Kursen im Hauptstudium vorbehalten bleiben.¹⁾ An dieser Stelle reicht zur Verdeutlichung der grundsätzlichen Problematik einer bilanzorientierten

bilanzorientiertes Konzept der Innenfinanzierung

¹ Vgl. z. B. den Kurs 00503 „Investition und Finanzierung“ oder auch das Lehrbuch von BITZ/SCHNEELOCH/WITTSTOCK (2011), Teil IV, Abschnitte 3.2 und 3.3.

Betrachtungsweise die exemplarische Verdeutlichung an Hand des folgenden Beispiels.

Ausgangsbeispiel

Die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens in einer Periode könne durch die in folgender Abbildung wiedergegebenen Ein- und Auszahlungen einerseits sowie Erträge und Aufwendungen andererseits vollständig beschrieben werden (Angaben in Mio. Euro):

Vorgang	Einzahlung (+) Auszahlung (–)	Ertrag (+) Aufwand (–)
(1) Umsatz	+ 500	+ 500
(2) Materialbeschaffung und -verbrauch	– 200	– 200
(3) Löhne, Gehälter	– 150	– 150
(4) Pensionsrückstellungen	– – –	– 20
(5) Abschreibungen	– – –	– 80
(6) Zinsen	– 20	– 20
(7) Steuern	– 15	– 15
(8) Ausschüttungen	– 10	– – –
(9) Kredittilgung	– 45	– – –
(10) Einlagen neuer Gesellschafter	+ 80	– – –
(11) Investitionen	– 135	– – –
(12) Summe	+ 5	+ 15

Abbildung 10a: Ausgangsdaten des Beispiels zur Verdeutlichung der Unterschiede einer zahlungs- und einer bilanzorientierten Betrachtungsweise der Innenfinanzierung

Die beiden Summengrößen geben dabei

- zum einen den Überschuss der Einzahlungen über die Auszahlungen, also die **Erhöhung der Liquiditätsreserven** (die Erhöhung der Zahlungsmittelbestände) um 5 Mio. Euro an, und
- zum anderen den Überschuss der Erträge über die Aufwendungen, also den **Jahresüberschuss** von 15 Mio. Euro.

Betrachtet man zunächst nur die Zahlungsebene, so kann daraus eine **Finanzierungsrechnung** nach dem Muster der nachfolgenden Abbildung 10b aufgestellt werden. Man erhält so folgende Zusammenstellung, in der sich die Nummernangaben auf die jeweiligen Geschäftsvorfälle beziehen.

Innenfinanzierung (1) – (2) – (3) – (6) – ((7)	115
+ Außenfinanzierung (10)	80
= Mittelherkunft	195
Auszahlung für	
■ Investitionen	135
■ Tilgung	45
■ Ausschüttungen	10
+ Erhöhung der Liquiditätsreserven	5
= Mittelverwendung	195

Finanzierungsrechnung

Abbildung 10b: Finanzierungsrechnung I

Die Innenfinanzierung *vor* Ausschüttungen beläuft sich auf 115 Mio. Euro bzw. *nach* Ausschüttungen auf 105 Mio. Euro.

Für den **externen** Betrachter sind im Allgemeinen allerdings die der Berechnung der Innenfinanzierung zugrundeliegenden **Zahlungsströme** gar nicht unmittelbar erkennbar. Ihm liegen vielmehr zunächst nur Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vor. Man kann jedoch versuchen, aus diesen Zahlenwerken **indirekt** doch die letztlich interessierenden Zahlungsgrößen zumindest annähernd zu erschließen.

Dazu wird häufig eine Formel folgender Art verwendet.¹⁾

Indirekt ermittelte Innenfinanzierung:	
(nach Ausschüttungen)	Jahresüberschuss
	+ Abschreibungen
	+ Veränderungen der Rückstellungen
	– Ausschüttungen

Indirekte Herleitung der Innenfinanzierung

Abbildung 10c: Indirekte Herleitung der Innenfinanzierung aus Jahresabschlussgrößen

1 In Anlehnung an das angelsächsische Schrifttum setzt sich für Größen der durch Abbildung 10c verdeutlichten Art auch in Deutschland zunehmend die Bezeichnung **Cash Flow** durch.

Setzt man die Werte unseres Beispiels ein, so ergibt sich folgende Rechnung:

Jahresüberschuss	15	
+ Abschreibungen	80	
+ Veränderung der Rückst.	20	
	115	(= Innenfinanzierung vor Ausschüttungen)
– Ausschüttungen	10	
	105	(= Innenfinanzierung nach Ausschüttungen).

Man erhält im vorliegenden Fall also auch mittels der Näherungsformel auf indirektem Wege **exakt** dieselben Werte wie bei der Betrachtung der Zahlungsströme. Bei näherer Analyse der Ausgangsdaten ist dies auch gar nicht verwunderlich. Denn in den Positionsnummern gemäß Abbildung 10a ausgedrückt, gilt für den Jahresüberschuss ($J\ddot{U}$) und das nach dem zahlungsorientierten Konzept gemäß Abbildung 7b und 8 berechnete Innenfinanzierungsvolumen (IF_Z):

$$J\ddot{U} = (1) - (2) - (3) - (4) - (5) - (6) - (7)$$

$$IF_Z = (1) - (2) - (3) - (6) - (7).$$

Übereinstimmende
Innenfinanzierungs-
beträge

Der Jahresüberschuss weicht im vorliegenden Fall also nur dadurch vom Betrag der Innenfinanzierung ab, dass zusätzlich die nicht zahlungswirksamen Aufwandskomponenten Abschreibungen (4) und Rückstellungsbildung (5) abgezogen werden. Wird diese Subtraktion gem. Abbildung 10c durch Addition dieser beiden Größen wieder rückgängig gemacht, so erhält man auch auf diesem indirekten Wege dasselbe Ergebnis. Der unmittelbar aus den zugrundeliegenden Zahlungsströmen abgeleitete Innenfinanzierungsbetrag (IF_Z) und die aus Jahresabschlussgrößen indirekt hergeleitete Innenfinanzierung (IF_J) stimmen also überein.

Die indirekte Herleitung gemäß Abbildung 10c bringt allerdings zwei Probleme mit sich, die in den folgenden beiden Abschnitten noch kurz angesprochen werden sollen.

1.2.2.2.2 Genauigkeitsproblem

Das erste Problem besteht darin, dass die einfache Formel gemäß Abbildung 10c zwar – so wie in unserem Beispiel – im Einzelfall durchaus zu dem aus Zahlungsströmen exakt abgeleiteten Wert führen kann, diese Übereinstimmung jedoch keineswegs zwangsläufig ist. Um dies zu verdeutlichen, seien die Positionen (1) und (2) aus unserem Beispiel in folgender Weise modifiziert:

Vorgang	Einzahlung (+) Auszahlung (-)	Ertrag (+) Aufwand (-)	Modifikation des Ausgangsbeispiels
(1') Umsatz	+ 460 (vorher + 500)	+ 500	
(2') Materialbeschaffung und -verbrauch	- 230 (vorher - 200)	- 200	
•	•	•	
•	•	•	
•	•	•	
(12) Summe	- 65 (vorher + 5)	+ 15	

Abbildung 10d: Variation der Ausgangsdaten des Beispiels gemäß Abbildung 10a

Den jetzt im Gegensatz zur Ausgangssituation unterstellten Divergenzen zwischen Zahlungs- und Erfolgsgrößen könnten etwa folgende Sachverhalte zugrundeliegen:

- Der Umsatz ist „auf Ziel“ erfolgt, wobei 8% der insgesamt in Rechnung gestellten Beträge am Bilanzstichtag noch ausstanden, was auf ein durchschnittliches Zahlungsziel von knapp 30 Tagen schließen lässt.
- Ein Teil des eingekauften – und zugleich bezahlten – Materials ist noch nicht verbraucht worden, sondern hat zu einer Erhöhung der Vorratsbestände geführt.

Geht man von diesen modifizierten Daten aus, so erhält die Finanzierungsrechnung folgendes andere Aussehen:

Innenfinanzierung	45	Herleitung der Innenfinanzierung aus Zahlungsgrößen
+ Außenfinanzierung	80	
+ Auflösung von Liquiditätsreserven (12)	65	
= Mittelherkunft	190	
Auszahlung für		
■ Investitionen	135	
■ Tilgung	45	
■ Ausschüttungen	10	
= Mittelverwendung	190	

Abbildung 10e: Finanzierungsrechnung II

Das Innenfinanzierungsvolumen (IF_Z) ist gegenüber der Ausgangssituation also um 70 Mio. Euro niedriger zu veranschlagen. Betrachtet man nun jedoch die für die indirekte Herleitung gemäß Abbildung 10c maßgeblichen Größen, so erkennt man, dass sich diese überhaupt nicht verändert haben. Mithin errechnet sich nach dieser Formel für das aus Jahresabschlussgrößen indirekt hergeleitete Volumen der Innenfinanzierung vor Ausschüttungen (IF_J) nach wie vor ein Wert von 115 Mio. Euro. Dieser Betrag weicht nun jedoch ganz eklatant von dem tatsächlichen Volumen der Innenfinanzierung (IF_Z) ab.

Auf die Näherungsgröße der einfachen Formel aus Abbildung 10c ist also keineswegs generell Verlass. Vielmehr bedarf es im allgemeinen Fall einer Vielzahl weiterer Korrekturschritte, um aus dem Jahresüberschuss eine zumindest einigermaßen zuverlässige Näherungsgröße für das Innenfinanzierungsvolumen abzuleiten.

Zusätzliche Korrektur
des Jahresüberschusses

Im vorliegenden Beispielfall beständen diese Korrekturen darin, dass über die bisherige Berechnung hinaus

- die Erhöhung des Bestandes an Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (+40) und
- die Erhöhung der Vorratsbestände (+30)

zusätzlich vom Jahresüberschuss subtrahiert werden. Man erzielte so letztlich wiederum den exakten Wert von 45 Mio. Euro. Im Allgemeinen ist die Zahl der zusätzlich einzubeziehenden Korrekturschritte allerdings deutlich größer. Wir werden in den Kursen des Hauptstudiums¹⁾ darauf noch ausführlicher zurückkommen. Auch so dürfte jedoch deutlich geworden sein, dass es zu ganz erheblichen Fehleinschätzungen kommen kann, wenn – wie immer wieder zu beobachten ist – das Ergebnis einer einfachen Rechnung entsprechend Abbildung 10c weitgehend unreflektiert als verlässliche Quantifizierung des Innenfinanzierungsvolumens angesehen wird.

1.2.2.2.3 Interpretationsproblem

Das zweite Problem, das mit dem Versuch einer indirekten Herleitung des Innenfinanzierungsvolumens verknüpft ist, besteht in der Gefahr, dass die Relation gemäß Abbildung 10c Anlass zu elementaren Fehlinterpretationen gibt. Sehr häufig werden die in Abbildung 10c zusammengestellten Positionen nämlich fälschlicherweise als unmittelbare Finanzierungsquellen interpretiert. Unter Rückgriff auf Abbildung 10c kann diese Sichtweise der Innenfinanzierung *nach* Ausschüttungen etwa wie folgt verdeutlicht werden:

1 Vgl. z. B. das Lehrbuch von BITZ/SCHNEELOCH/WITTSTOCK (2011), Teil IV, Abschnitte 3.2 und 3.3.

Jahresüberschuss		
– Ausschüttungen	=	„Selbstfinanzierung“ bzw. „Interne Eigenfinanzierung“
+ Abschreibungen	= +	„Finanzierung aus Abschreibungen“
+ Veränderung der Rückstellungen	= +	„Finanzierung aus Rückstellungen“
= Innenfinanzierung (nach Ausschüttungen)		

Abbildung 10f: Fehlinterpretation der indirekten Herleitung der Innenfinanzierung

So lange man weiß, was man meint, ist auch der auf der rechten Seite von Abbildung 10f verdeutlichte Sprachgebrauch, den Sie in zahlreichen Lehrbüchern zur Finanzierung und auch in einigen anderen Kursen der FernUniversität so oder in ähnlicher Weise antreffen, noch akzeptabel. Er birgt jedoch die Gefahr in sich, dass der nicht vollends mit den zugrundeliegenden Zusammenhängen vertraute Leser die Wortwahl „Finanzierung aus ...“ ernst nimmt und die drei angegebenen Größen unmittelbar als Finanzierungsquellen ansieht, also als Ursprung von Zahlungsmittelzuflüssen.

Genau das ist jedoch nicht der Fall. Schon die stillschweigende Gleichsetzung des Gewinns (Jahresüberschusses) mit einem Zahlungsüberschuss ist unzutreffend, wie unser Einführungsbeispiel verdeutlicht (15 Mio. Euro versus 5 Mio. Euro). Und erst recht abwegig ist es, Aufwandspositionen wie Abschreibungen oder die Bildung von Rückstellungen als Einzahlungsquellen anzusehen. Wie im Abschnitt 1.2.2.2.1 schon verdeutlicht worden ist, resultiert die Einbeziehung von Abschreibungen und Rückstellungen in die Näherungsformel gemäß Abbildung 10c ja auch gar nicht aus der Vorstellung, von diesen Größen gingen Finanzierungseffekte aus, sondern im Gegenteil aus der Erkenntnis, dass es sich dabei gerade um **nicht zahlungswirksame** Erfolgsgrößen handelt, die – im Wege der Addition! – aus der Gewinn- und Verlustrechnung zu eliminieren sind, um auf indirektem Wege zu Indikationen für das Innenfinanzierungsvolumen zu gelangen.

Finanzierung „aus Gewinnen“?

... und „aus Abschreibungen“?

Eliminierung nicht zahlungswirksamer Aufwendungen

Richtig ist allerdings, dass die Dimensionierung von Abschreibungen und die Bildung von Rückstellungen neben zahlreichen weiteren Instrumenten der Jahresabschlusspolitik Parameter darstellen können, um

- über eine Beeinflussung des handelsrechtlichen Jahresüberschusses oder des steuerlichen Gewinns
- auf das Volumen von Ausschüttungen oder Steuerzahlungen einzuwirken und

- somit auch das Ausmaß der Innenfinanzierung (nach Ausschüttungen) zu beeinflussen.

Bearbeiten Sie bitte zur Verdeutlichung und Vertiefung der zuletzt angesprochenen Sachverhalte die nachfolgende Übungsaufgabe!

Übungsaufgabe 6b:

Gegeben sei folgende Bilanz eines Unternehmens:

Bilanz per 01.01.2006 (Angaben in TEuro)			
Aktiva			Passiva
Anlagen	400	Eigenkapital	500
Vorräte	400		
Kasse	200	Verbindlichkeiten	500
	<u>1.000</u>		<u>1.000</u>

Während des laufenden Geschäftsjahres werden Vorräte im Buchwert von 200.000 Euro für 350.000 Euro verkauft, zahlbar in 2 Jahren. Der Zinsaufwand der laufenden Periode betrage 8%, die Abschreibungsquote auf das Anlagevermögen 5% und die sonstigen aufwandswirksamen Auszahlungen 50.000 Euro.

- Erstellen Sie die Bilanz zum Stichtag 31.12.2006!
- Ermitteln Sie das Innenfinanzierungsvolumen (IF_J) nach dem bilanzorientierten Konzept!
- Wie verändert sich das Innenfinanzierungsvolumen nach dem bilanzorientierten Konzept, wenn unter Beibehaltung aller anderen Angaben die Abschreibungsquote 10% beträgt?
- Was könnte damit gemeint sein, wenn von „Finanzierung aus Abschreibungen“ gesprochen wird?
- Ermitteln Sie das Innenfinanzierungsvolumen (IF_Z) nach dem zahlungsorientierten Konzept!

Einen solchen mittelbaren, und dabei nicht einmal zwingenden Finanzierungseffekt mit Formulierungen wie „Finanzierung aus...“ oder „Finanzierung durch...“ zu bezeichnen, erscheint wenig zweckmäßig. Wenn man dies aber so tut, so wäre es nur konsequent, in entsprechender Weise auch von einer „Finanzierung aus dem niedrigeren Ansatz von Herstellungskosten“, einer „Finanzierung aus dem Verzicht auf die Aktivierung eines Disagios“ etc. zu reden, also alle Instrumente der Bilanzpolitik, mittels derer der Jahresüberschuss bei gegebener Geschäftspolitik gemindert werden kann, gleichermaßen als „Quellen möglicher Finanzierungseffekte“ zu bezeichnen.

Zudem ist zu bedenken, dass in der Realität zwischen dem Einsatz entsprechender jahresabschlusspolitischer Instrumente und dem zahlungsmäßigen Niederschlag dieser Aktivitäten deutliche Zeitverzögerungen auftreten. Aufgrund dieser Zeitverzögerungen kann die Gestaltung des Jahresabschlusses eines bestimmten Geschäftsjahres durch Rückstellungen, Abschreibungen und andere Instrumente der Jahresabschlusspolitik das Innenfinanzierungsvolumen der betrachteten Periode in der Regel überhaupt nicht beeinflussen. Zu effektiven Zahlungswirkungen führt der Einsatz derartiger Instrumente vielmehr erst dann, wenn es ihretwegen definitiv zu niedrigeren Ausschüttungen und Steuerzahlungen kommt. Wann dies der Fall ist und welche betragliche Höhe dieser „Finanzierungseffekt“ aufweist, ist jedoch immer vom konkreten Einzelfall abhängig und lässt sich keineswegs allein aus der Höhe der Rückstellungen oder Abschreibungen eines Unternehmens ableiten.

Höhe und Zeitpunkt des Finanzierungseffektes

Diese Kritik an der jahresabschlussorientierten bzw. bilanzorientierten Sichtweise der Innenfinanzierung ist keineswegs neu und lässt sich bis in die fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts zurückverfolgen. Über die Gründe für das Festhalten zahlreicher betriebswirtschaftlicher Autoren an einem sowohl für die Differenzierung des Finanzierungsbegriffs als auch für eine eindeutige und problemadäquate Systematisierung entsprechender Finanzierungsinstrumente wenig sinnvollen traditionellen Konzept einer jahresabschluss-orientierten Sichtweise soll hier in diesem Grundlagenkurs nicht weiter spekuliert werden. Wir wollen vielmehr versuchen, Ihnen im Folgenden Abschnitt einen kleinen Einblick in Instrumente/Maßnahmen zu geben, mit denen versucht werden kann, auf das im vorigen Abschnitt definierte (zahlungsorientierte) Innenfinanzierungsvolumen einzuwirken.

1.2.2.3 Instrumente der Innenfinanzierung

Zwar werden die für die Innenfinanzierung maßgeblichen Zahlungsströme primär durch leistungswirtschaftliche Transaktionen bestimmt. Dennoch kann in Ergänzung dazu – im Idealfall bei fest vorgegebenen Leistungstransaktionen – versucht werden, den Innenfinanzierungssaldo zusätzlich durch primär finanzwirtschaftliche Aktivitäten zu beeinflussen. Derartige Aktivitäten können darauf abzielen, innerhalb der betrachteten Periode den in Abbildung 8 definierten Innenfinanzierungssaldo durch eine Erhöhung des zugehörigen Einzahlungsstroms oder durch eine Verminderung des zugehörigen Auszahlungsstroms zu erhöhen. Folgende Abbildung 10g gibt Ihnen einen ersten groben Überblick über die wichtigsten dabei in Frage kommenden Instrumente, deren nähere Behandlung Kursen des Hauptstudiums vorbehalten bleibt. Diese Abbildung verdeutlicht nochmals (vgl. den letzten Unterpunkt) den rein instrumentellen Charakter von Abschreibungen und Rückstellungen.

Beschleunigung von Umsatzeinzahlungen durch

- Gestaltung der eigenen Zahlungsbedingungen,
- vorfälligen Verkauf von Forderungen gegenüber den eigenen Abnehmern (Diskontkredit;¹⁾ Factoring²⁾),
- Vereinbarung von Kundenanzahlungen.

Verzögerung oder Vermeidung von innenfinanzierungsbezogenen Auszahlungen durch

- Beanspruchung von Lieferantenkrediten,
- Verminderung von Zinszahlungen durch sogenannte Cash Management Systeme,³⁾
- Beeinflussung von Steuerzahlungen durch Jahresabschlusspolitik.

Abbildung 10g: Ausgewählte Instrumente der finanzwirtschaftlich orientierten Innenfinanzierungspolitik

- 1 Beliefert ein Lieferant einen Abnehmer „auf Ziel“, so kann der Lieferant einen **Wechsel** ausstellen, durch den der Abnehmer zur Zahlung zu dem vereinbarten Termin angewiesen wird. Nachdem der Abnehmer den Wechsel unterzeichnet („akzeptiert“) und an den Lieferanten zurückgegeben hat, verfügt dieser über einen besonders „schlagkräftigen“ Zahlungsanspruch; denn bei Fälligkeit kann sich der Abnehmer auf möglicherweise der Sache nach durchaus begründete Einsprüche aus dem zugrundeliegenden Liefergeschäft *nicht* mehr berufen. Verkauft der Lieferant einen solchen Wechsel vor Fälligkeit gegen Inkaufnahme des sogenannten Diskontabschlages an eine Bank, so spricht man von einem **Diskontkredit**. Die Bank hat dann die Möglichkeit,
 - den Wechsel bis zur Fälligkeit im Bestand zu halten und dann die Zahlung von dem Wechselschuldner, d.h. dem Abnehmer, zu verlangen oder
 - das Papier ihrerseits an eine andere Geschäftsbank weiterzuverkaufen.
- 2 **Factoringverträge** sind in ihrer Standardform dadurch gekennzeichnet, dass ein spezielles Factoringinstitut im Rahmen eines Pauschalvertrages die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen eines Unternehmens unmittelbar im Entstehungszeitpunkt aufkauft und in der Größenordnung von 80%–90% sofort bevorschusst.
- 3 **Cash Management Systeme** zielen u. a. darauf ab, bei Unternehmen, die mehrere Bankkonten zugleich unterhalten (z.B. bei verschiedenen Niederlassungen), durch einen ständigen Ausgleich zwischen Guthabekonten (mit niedrigen Zinserträgen) und Kreditkonten (mit hohen Zinsaufwendungen) die gesamte Zinsbelastung möglichst klein zu halten.

1.2.3 Abgrenzung von Eigen- und Fremdfinanzierung

Den Bereich der Außenfinanzierung teilt man häufig weiter in die beiden Gruppen der Eigen- und Fremdfinanzierung ein, so wie wir das in der Abbildung 5 mit der Unterscheidung von E_E und E_F auch schon beiläufig getan haben. Zur Verdeutlichung dieser Unterscheidung vergleichen wir zwei **idealtypische Positionen**, d.h. eine Eigenkapital- und eine Fremdkapitalposition in ihrer jeweils „reinsten“ Form.

Diese zwei Idealtypen wollen wir zunächst verbal charakterisieren:

Charakterisierung
zweier Idealtypen

- Als „**idealtypische**“ **Fremdfinanzierung** stellen wir uns ein grundpfandrechtlich gesichertes Darlehen vor. Der Financier hat einen verbrieften Anspruch auf Zins- und Tilgungszahlungen. Die Entscheidungen über die Verwendung der Finanzmittel verbleiben beim Unternehmen. Darüber hinaus verfügt der Financier über keine sonstigen Mitwirkungs- oder Kontrollbefugnisse. In der Insolvenz hat der Financier eine bevorzugte Gläubigerstellung.
- Als „**idealtypische**“ **Eigenfinanzierung** bezeichnen wir die Position eines geschäftsführenden OHG-Gesellschafters. Die Erträge des OHG-Gesellschafters richten sich nach dem wirtschaftlichen Ergebnis der Gesellschaft, sind also erfolgsabhängig. Eine etwaige Rückzahlung der eingesetzten Vermögensgegenwerte ist ebenso erfolgsabhängig. In der Insolvenz haben die Gläubiger Zugriff auf das gesamte Gesellschaftsvermögen, darüber hinaus haftet der OHG-Gesellschafter mit seinem gesamten Privatvermögen.

Ein Vergleich dieser beiden Idealtypen läuft auf einen Vergleich ihrer charakteristischen Merkmale, genauer der Ausprägungen ihrer charakteristischen Merkmale hinaus. Als *charakteristische Merkmale* (M_1 bis M_4) wollen wir festlegen:

Charakteristische Merkmale eines Finanztitels

M_1 : Ergebnisabhängigkeit der Ansprüche während der Kontraktlaufzeit

M_2 : Rückzahlungsanspruch bei Beendigung des Kontraktes

M_3 : Mitwirkungs- und Kontrollrechte

M_4 : Rechtsstellung in der Insolvenz .

Die Merkmale M_1 bis M_3 ordnen Finanzkontrakte unter Abstraktion von einer möglichen Insolvenz ein. Insbesondere bezüglich der Merkmale M_1 und M_2 sei auf einige Besonderheiten hingewiesen:

M_1 ordnet zunächst den laufenden Anspruch des betrachteten Finanztitels ein. So hat der typische Gläubiger periodisch, i. d. R. jährlich, einen betraglich fixierten Zinsanspruch, unabhängig von dem durch das finanzierte Unternehmen erwirtschafteten Ergebnis, dem OHG-Gesellschafter wird dieses anteilig zugerechnet.¹⁾

M_2 ordnet den aus dem Finanztitel resultierenden Rückzahlungsanspruch ein. Der Gläubiger hat einen bei Vertragsschluss betraglich exakt fixierten Rückzahlungsanspruch. Der Gesellschafter hat bei seinem Ausscheiden bzw. bei Liquidation des Unternehmens einen anteiligen Anspruch auf das Reinvermögen.

Das laufende Ergebnis der Unternehmenstätigkeit beeinflusst unter Umständen somit die Merkmale M_1 und M_2 ; zum einen ist es die relevante Größe für die Ermittlung der laufenden Ansprüche der Gesellschafter, zum anderen gibt es –wenn man von Bewertungsproblemen abstrahiert – Auskunft über die Veränderung des Reinvermögens des Unternehmens und verändert damit c. p. den Rückzahlungsanspruch der Gesellschafter bei Beendigung des Kontraktes.

M_4 schließlich knüpft ausschließlich an die formale Rechtsstellung des Financiers in der Insolvenz an. Während der idealtypische Fremdkapitalgeber einen besicherten Gläubigeranspruch hat, ist der idealtypische Eigenkapitalgeber nicht nur dadurch gekennzeichnet, dass er keine Ansprüche auf Befriedigung aus dem Unternehmensvermögen geltend machen kann, sondern auch dadurch, dass er auftretende Verluste aus seinem Privatvermögen befriedigen muss. Die Gläubiger können, im Rahmen ihrer nicht aus der Liquidation des Unternehmens befriedigten Ansprüche, auf das gesamte Privatvermögen des idealtypischen Eigenkapitalgebers zugreifen.

Folgende Tabelle verdeutlicht noch einmal die vier Merkmale und die Ausprägungen für die idealtypische Eigenfinanzierung (geschäftsführender OHG-Gesellschafter) und die idealtypische Fremdfinanzierung (grundpfandrechlich gesichertes Darlehen).

1 Dabei ist für den Gläubiger der Zinsanspruch zugleich zahlungswirksam, während der anteilige Gewinn oder Verlust des OHG-Gesellschafters zunächst auf dessen Kapitalkonto verbucht wird. Selbst im Falle eines Gewinns lässt sich über daraus resultierende Zahlungen der Gesellschaft an den Gesellschafter keine Aussage treffen.

Merkmal	Ausprägungen bei der ...	
	... Fremdfinanzierung	... Eigenfinanzierung
Störungsfreier Verlauf der Geldüberlassung		
M_1 Ergebnisabhängigkeit der Ansprüche während der Kontraktlaufzeit	erfolgsunabhängiger fester Zins	erfolgsabhängige Ergebnisbeteiligung
M_2 Rückzahlungsanspruch bei Beendigung des Kontraktes	erfolgsunabhängiger fester Betrag	erfolgsabhängiger Liquidationserlös bei Auflösung der Gesellschaft
M_3 Mitwirkungs- und Kontrollrechte	keine	volle Geschäftsführungskompetenz
Störung der Geldüberlassung durch Insolvenzeintritt		
M_4 Rechtsstellung in der Insolvenz	Insolvenzgläubiger mit bevorrechtigten Ansprüchen	Keine Ansprüche: Haftung mit dem Privatvermögen

Abbildung 11: Idealtypische Abgrenzung von Eigen- und Fremdfinanzierung

Im Gegensatz zu der bisher vorgenommenen Vereinfachung entsprechen die in der **realen Welt** anzutreffenden Finanzkontrakte nur zu einem Teil der idealtypischen Ausgestaltung von Eigen- und Fremdfinanzierungskontrakten, wie sie in Abbildung 11 verdeutlicht wurde. Vielmehr finden wir zahlreiche Finanzierungsinstrumente, die in einigen Merkmalen eher Eigenkapital-, in anderen eher Fremdkapitalcharakter aufweisen. Schon die Rechtsstellung des geschäftsführenden GmbH-Gesellschafters weicht in einem Punkt spürbar von dem Idealtypus gemäß Abbildung 11 ab: In der Insolvenz stehen auch ihm keine Ansprüche zu, aber eine persönliche Haftung mit seinem Privatvermögen ist – von Ausnahmefällen abgesehen – auch nicht gegeben. Als weitere Beispiele für in der Realität vorzufindende Mischformen seien etwa die Finanzierung durch

Mischformen

- die Aufnahme eines stillen Gesellschafters (vgl. hierzu Kurseinheit 1, Abschnitt 2.5.3.2),
- die Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien (s. u. Abschnitt 2.2.2),
- die Ausgabe von Genussscheinen (s. u. Abschnitt 3.2.2) oder
- die Aufnahme eines Darlehens mit gewinnabhängiger Verzinsung

genannt.

Eindeutiges
Abgrenzungskriterium

Wenn man trotz der realen Bedeutung von Mischformen dem allgemeinen Sprachgebrauch folgt und die gesamte Vielzahl unterschiedlich ausgestalteter Finanzierungsinstrumente vollständig in die zwei Obergruppen der Eigen- und der Fremdfinanzierung unterteilt, so bedarf es dafür eines eindeutigen und praktikablen Abgrenzungskriteriums, das auch eine zweifelsfreie Zuordnung von Mischformen der genannten Art erlaubt. Als dieses Kriterium wollen wir im Folgenden – in Anlehnung an die Handhabung im Jahresabschluss – die **Rechtsstellung des Geldgebers in der Insolvenz** des Unternehmens verwenden. Demnach werden

- alle Finanzierungsinstrumente, bei denen der Geldgeber in der Insolvenz des Unternehmens die Rechtsstellung eines Gläubigers einnimmt, der Fremdfinanzierung zugerechnet und
- alle Finanzierungsinstrumente, bei denen der Geldgeber in der Insolvenz nicht als Gläubiger auftreten kann, zur Eigenfinanzierung gezählt.

Übungsaufgabe 7:

Ordnen Sie die in diesem Abschnitt genannten Finanzierungsinstrumente (Aufnahme eines stillen Gesellschafters, Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien, Ausgabe von Genussscheinen, Aufnahme eines Darlehens mit gewinnabhängiger Verzinsung) nach der zuletzt gegebenen Definition in die beiden Kategorien der Eigen- und Fremdfinanzierung ein!

1.3 Finanzierungsrisiken

1.3.1 Problemstellung und Grundbegriffe

Finanzkontrakte der bereits kurz erläuterten Art sind konstitutiv durch eine zeitliche Divergenz zwischen Leistung und Gegenleistung gekennzeichnet. Zunächst hat der Geldgeber seine Leistung, die Überlassung von Zahlungsmitteln, zu erbringen; erst später erhält er die ihm dafür versprochenen oder ansonsten in Aussicht gestellten Leistungen, etwa in Form von Zins-, Tilgungs- oder Dividendenzahlungen. Damit aber setzt sich der notwendigerweise in Vorleistung tretende Geldgeber stets der Gefahr aus, dass diese Zahlungen ausbleiben oder im Zusammenhang mit seinem finanziellen Engagement sonstige für ihn negative Entwicklungen eintreten. Diese Gefahr soll hier als **Finanzierungsrisiko** bezeichnet werden.¹⁾ Die systematische Analyse dieses Risikos und der dafür maßgeblichen Bestimmungsfaktoren ist

Kennzeichen von Finanzkontrakten

- sowohl für das *Verständnis* von Finanzierungsvorgängen und der spezifischen Besonderheiten von Finanzmärkten
- als auch für die *Ausgestaltung* von Finanzkontrakten

von grundlegender Bedeutung. Wir werden uns in diesem Abschnitt daher – allerdings mit der für eine erste Einführung in die Betriebswirtschaftslehre gebotenen Kürze und der daraus leider auch resultierenden Oberflächlichkeit – etwas näher mit diesem Phänomen beschäftigen. Dabei wollen wir allerdings Finanzierungsrisiken nur noch insoweit betrachten, wie sie sich auf die Gefahr beziehen, dass im Zuge eines Finanzkontraktes *monetäre* Ergebnisgrößen eine Entwicklung nehmen, die der Geldgeber negativ bewertet. Je nachdem, ob Fremdfinanzierungskontrakte (Gläubigerstellung in der Insolvenz) oder Eigenfinanzierungskontrakte (keine Gläubigerstellung in der Insolvenz) betrachtet werden, lassen sich dabei zwei grundlegende Ausprägungen von Finanzierungsrisiken unterscheiden, die selbstverständlich je nach den ganz konkreten Ausgestaltungsformen der jeweiligen Finanzkontrakte noch eine Vielzahl weiterer Unterdifferenzierungsmöglichkeiten aufweisen:

- **Fremdfinanzierungskontrakte**

Zur exemplarischen Verdeutlichung gehen wir im Folgenden von einem Fremdfinanzierungskontrakt aus, der zumindest in den ersten drei Merkmalen gemäß Abbildung 11 der idealtypischen Ausprägung entspricht, also durch fest vereinbarte Zins- und Tilgungsansprüche gekennzeichnet ist und dem Gläubiger keinerlei Mitwirkungs- und Kontrollrechte einräumt. Die

Grundlegende Ausprägungen von Finanzierungsrisiken

1 Sie werden in späteren Kursen noch feststellen, dass der Risikobegriff in verschiedenen Teilbereichen der Betriebswirtschaftslehre mit unterschiedlichen Bedeutungen verwendet wird.

spezielle Ausprägung des Finanzierungsrisikos als **Gläubigerrisiko** besteht dann vorrangig in der Gefahr, dass die vereinbarten Zins- und Tilgungsleistungen nicht oder nicht in der vereinbarten Höhe erbracht werden.

– **Eigenfinanzierungskontrakte**

Definitionsprobleme

Die Definition des **Gesellschafterrisikos** gestaltet sich schwieriger, da in dem zugrundeliegenden Kontrakt keine betragsmäßige Festlegung des Anspruchs auf Gegenleistung erfolgt, so dass es – im Gegensatz zur Fremdfinanzierung in idealtypischer Form – an einer gewissermaßen „natürlichen“ **Referenzlinie** für die Definition positiver oder negativer Abweichungen fehlt.

Um dennoch zu einer einigermaßen präzisen Risikodefinition zu gelangen, wollen wir uns im Sinne einer exemplarischen Verdeutlichung im Folgenden nur noch mit Eigenfinanzierungskontrakten beschäftigen, die in den ersten beiden Merkmalen gemäß Abbildung 11 der idealtypischen Ausprägung entsprechen, im Hinblick auf die Mitwirkungs- und Kontrollbefugnisse sowie die Rechtsstellung in der Insolvenz jedoch möglicherweise von der als idealtypisch gekennzeichneten Form abweichen können, was zu weiteren Binnendifferenzierungen führt. Weiterhin nehmen wir vereinfachend an, dass der Gesellschafter sich *dauerhaft* an dem betrachteten Unternehmen beteiligen will, so dass nur die *laufenden Gewinne* die für ihn primär maßgebliche Ergebnisgröße darstellen, und zwar unabhängig davon, ob sie mit Ausschüttungen verbunden sind oder nicht. Außerdem sollen die mit einem möglichen Insolvenzfall verbundenen Konsequenzen für den Gesellschafter Eingang in die Betrachtung finden.

Möglichkeiten
zur Bestimmung
der Referenzgröße

Unter dieser einschränkenden Annahme könnte die für die Definition des Gesellschafterrisikos maßgebliche Referenzgröße dann etwa aus folgenden Sachverhalten hergeleitet werden,

- aus Zahlungsbeträgen, die der Geldgeber bei Abschluss des Finanzkontraktes seinen Planungen als erwartete Größen zugrundegelegt hat,
- aus den bei einer alternativ möglichen festverzinslichen Anlage erzielbaren Zinserträgen oder
- aus den Gewinnen, die aus der Sicht des Geldgebers im bestmöglichen Fall hätten realisiert werden können.

Auf eine nähere Spezifizierung der maßgeblichen Referenzgröße kann vorerst verzichtet werden. Allerdings soll die Möglichkeit offen bleiben, für unterschiedliche Betrachtungsweisen jeweils verschiedene Sachverhalte als Referenzgrößen heranzuziehen.

Für diese vereinfachte Situation können wir das **Gesellschafterrisiko** zunächst durch die Gefahr kennzeichnen, dass

Definition des
Gesellschafterrisikos

- die laufenden Gewinne – ständig oder auch nur in einzelnen Perioden – hinter dem Wert einer in der jeweiligen Periode für den Gesellschafter maßgeblichen Referenzgröße zurückbleiben und
- den Gesellschafter in einer etwaigen Insolvenz des Unternehmens über den Verlust aller zukünftigen Gewinnaussichten hinaus weitere Belastungen treffen.

Zur folgenden Analyse von Gläubiger- und Gesellschafterrisiken erweist es sich als zweckmäßig, zwei „Szenarien“ getrennt zu betrachten:

Fallunterscheidung:

– **Szenario I**

Zunächst wollen wir unterstellen, dass das geldnehmende Unternehmen während der gesamten Dauer des betrachteten Finanzkontraktes solvent bleibt, die Gläubiger alle vereinbarten Zins- und Tilgungsleistungen erhalten, die Gefahr einer Insolvenz also außer Acht bleiben kann. Wir werden darauf im Abschnitt 1.3.2 näher eingehen.

– Solvenz
des Unternehmens

– **Szenario II**

Darüber hinaus werden wir im Abschnitt 1.3.3 zusätzlich explizit die Möglichkeit in die Betrachtung einbeziehen, dass es zur Insolvenz des geldnehmenden Unternehmens kommen kann. Im Hinblick auf die Gesellschafter werden wir dabei danach differenzieren, ob sie in der Insolvenz des Unternehmens auch mit ihrem privaten Vermögen für dessen Verbindlichkeiten eintreten müssen oder nicht. Im Hinblick auf die Gläubiger wird in analoger Weise näher danach differenziert werden, welche Position ihnen in einem möglichen Insolvenzverfahren innerhalb der Gesamtheit der konkurrierenden Gläubiger zukommt.

– Insolvenz
des Unternehmens

Im Abschnitt 1.3.4 wollen wir dann einen speziellen Aspekt von Finanzierungsrisiken etwas näher betrachten, der immer dann Bedeutung erhält, wenn die Geldgeber die Geschäftspolitik des von ihnen finanzierten Unternehmens nicht hinlänglich kontrollieren können und daher, was „mit ihrem Geld gemacht wird“, anderen Personen überlassen müssen. Im Abschnitt 1.3.5 schließlich werden wir uns mit einem eng mit dem Finanzierungsrisiko verknüpften Risiko beschäftigen, nämlich der Gefahr, dass sich ein Geldgeber nur deshalb auf ein finanzielles Engagement einlässt, weil ihm – grundsätzlich verfügbare – Informationen über das betrachtete Unternehmen vorenthalten werden und er sich so bei seinen Anlageentscheidungen über das Ausmaß der damit verbundenen Finanzierungsrisiken täuscht.

1.3.2 Finanzierungsrisiken bei einem solventen Unternehmen (Szenario I)

1.3.2.1 Das leistungswirtschaftliche Risiko

Keine Finanzierungsrisiken für Gläubiger

Schließt man das Insolvenzrisiko zunächst aus der Betrachtung aus, so bestehen für Gläubiger in der hier unterstellten idealtypischen Ausprägung keinerlei Finanzierungsrisiken. Wir können unsere Untersuchung insoweit also allein auf die Gesellschafter beschränken. Für diese besteht auch bei Ausschluss des Konkursrisikos immer noch die Gefahr, dass die Gewinne hinter den maßgeblichen Referenzwerten zurückbleiben. Um diesen Aspekt des Gesellschafterrisikos schrittweise zu erschließen, gehen wir zunächst von dem Extremfall eines Unternehmens aus, das keinerlei Schulden hat, auf der Passivseite seiner Bilanz also nur Eigenkapitalpositionen aufweist.

Geht man zudem von einem fest vorgegebenen Eigenkapitalbetrag der Gesellschafter aus, so kann deren Betroffenheit von der Gewinnentwicklung des Unternehmens durch die **Eigenkapitalrendite** (r_E) verdeutlicht werden. Darunter versteht man bekanntlich die Relation zwischen dem in einer Periode erzielten Gewinn und dem zu Periodenbeginn vorhandenen Reinvermögen des Unternehmens. In dem hier zunächst unterstellten speziellen Fall eines schuldenfreien Unternehmens stimmt die Eigenkapitalrendite zwingend mit der **Gesamtrendite** (r_G) überein. Allgemein versteht man darunter, wie Ihnen auch schon bekannt sein müsste, die Relation zwischen dem Bruttogewinn vor Abzug aller Zinsen und dem insgesamt eingesetzten Bruttovermögen des Unternehmens.

Präzisierung des Gesellschafterrisikos für schuldenfreies Unternehmen

Für ein schuldenfreies Unternehmen kann das Gesellschafterrisiko als die Gefahr präzisiert werden, dass die Gesamtrendite – ständig oder auch nur in einzelnen Jahren – geringer ausfällt als der maßgebliche Referenzwert, also z.B. geringer ausfällt als die bei einer einjährigen Festgeldanlage erzielbare Verzinsung. Da dieses Risiko im Wesentlichen von dem Agieren des Unternehmens auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten sowie deren Entwicklung abhängt, soll es als **leistungswirtschaftliches Risiko** bezeichnet werden. Dieses Risiko kann in einer ersten Grobklassifikation auf drei verschiedene Ursachenkomplexe zurückgeführt werden:

Bestimmungsfaktoren des leistungswirtschaftlichen Risikos

- Ob das Unternehmen mehr oder weniger „gute Geschäfte“ macht, hängt zum einen von einer Vielzahl exogener Einflussfaktoren ab. Hier ist etwa an Preisentwicklungen auf den Beschaffungsmärkten zu denken oder Änderungen im Kundenverhalten, Aktivitäten konkurrierender Anbieter, technische Weiterentwicklungen, neue steuerliche Regelungen etc. Wir wollen die Gesamtheit dieser Einflussgrößen unter dem Oberbegriff **Umweltentwicklung** zusammenfassen.

- Zum anderen hängt die Entwicklung der Gesamtrendite auch von der von dem Unternehmen selbst betriebenen **Geschäftspolitik** im leistungswirtschaftlichen Bereich ab, also etwa von der Erschließung günstiger Beschaffungsmöglichkeiten, der Wirtschaftlichkeit des Ressourceneinsatzes, der Effizienz realisierter Forschungs- und Entwicklungsstrategien, der Pflege von Kundenbeziehungen etc.
- Schließlich existiert ein weiterer Bestimmungsfaktor des leistungswirtschaftlichen Risikos in Form der für das Unternehmen geltenden aktuellen **Ausgangssituation**. Hier ist etwa an den Auftragsbestand und sonstige schwebende Geschäfte zu denken, an gewachsene Beziehungen zu Lieferanten und Abnehmern, die verfügbaren Sach- und Personalressourcen, den internen organisatorischen Aufbau des Unternehmens etc.

Der Zusammenhang zwischen dem leistungswirtschaftlichen Risiko und seinen drei Ursachenkomplexen wird in Abbildung 12 schematisch verdeutlicht. Dabei sollen Einflussfaktoren auf das Risiko durch nicht gerasterte Flächen gekennzeichnet werden, während risikobehaftete Ergebnisgrößen durch gerasterte Felder verdeutlicht werden. Innerhalb der Felder werden die Bezeichnungen der Risiken dann kursiv gedruckt, während Einfluss- und Ergebnisgrößen selbst in Normaldruck erscheinen.

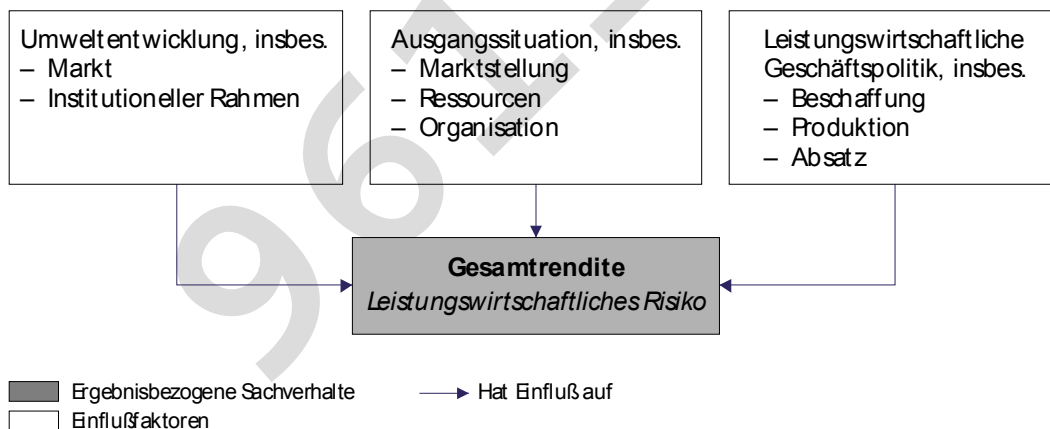


Abbildung 12: Bestimmungsfaktoren des leistungswirtschaftlichen Risikos

Aus dem Zusammenwirken dieser Einflussgrößen resultiert zunächst die Gefahr, dass die Gesamtrendite zumindest in einzelnen Perioden hinter der maßgeblichen Referenzgröße zurückbleibt. Zudem können diese Faktoren dazu führen, dass die zeitliche Entwicklung der Gesamtrendite von Jahr zu Jahr *in nicht vorhersehbarer Weise* schwankt, sich also im Zeitablauf recht instabil entwickelt. Ganz unabhängig von dem Niveau, auf dem sich derartige Schwankungen abspielen, wird häufig unterstellt, dass auch die **Instabilität** der Gewinnentwicklung als solche als weiteres Risiko empfunden wird. Wir wollen dieser Sichtweise folgen und den Begriff des Gesellschafterrisikos über die anfängliche Definition hinaus dahingehend er-

weitem, dass auch die Gefahr einer besonders instabilen Gewinnentwicklung als zusätzliche Risikokategorie anzusehen ist.

Dabei sei unterstellt, dass Gesellschafter ein Engagement tendenziell umso kritischer betrachten, je instabiler die erwartete Gewinnentwicklung eingeschätzt wird, und sich bei der Beurteilung der künftig zu erwartenden Instabilität vor allem daran orientieren, in welchem Umfang die in der Vergangenheit realisierten Gewinne oder die darauf bezogenen Renditegrößen tatsächlich in *ungewollter* Weise geschwankt haben.¹⁾

1.3.2.2 Das Kapitalstrukturrisiko

Verschuldetes
Unternehmen

Wir wollen unsere Überlegungen nun auf die realistischere Konstellation eines verschuldeten Unternehmens ausdehnen. Die Geschäftspolitik des Unternehmens umfasst dann neben der leistungswirtschaftlichen Geschäftspolitik, also Beschaffungs-, Produktions- und Absatzaktivitäten, als zusätzliches Aktionsfeld die **Verschuldungspolitik**. In diesem Fall stimmen Eigenkapital- und Gesamtrendite allgemein nicht mehr überein.

1 Um Missverständnisse zu vermeiden, sei darauf hingewiesen, dass Schwankungen von Ergebnisgrößen im Zeitablauf per se keineswegs zwingend negativ beurteilt werden müssen. Vielmehr sind durchaus Situationen denkbar, in denen eine ganz bestimmte Art von zeitlichen Schwankungen erwünscht ist und eventuell sogar bewußt herbeigeführt wird. Denken Sie etwa an den Gesellschafter einer OHG, der neben seinen Unternehmerngewinnen weitere Einkünfte bezieht, die voraussichtlich in den Jahren 02 und 05 besonders hoch ausfallen werden, vom Jahr 07 an aber weitgehend entfallen werden. Dieser Gesellschafter kann – etwa aus steuerlichen Gründen (denken Sie hier z.B. an den progressiven ESt-Tarif in Deutschland) – daran interessiert sein, dass sich seine OHG-Gewinne gerade *nicht* stabil entwickeln; vielmehr könnte er generell ein Interesse daran haben, Gewinne in den Zeitraum vom Jahr 07 an zu verlagern und speziell in den Jahren 02 und 05 möglicherweise sogar Verluste auszuweisen. In unserer vereinfachenden Analyse wollen wir von derartigen Überlegungen jedoch absehen und unterstellen, dass die Gesellschafter üblicherweise eine stabile, d.h. durch geringe Schwankungen gekennzeichnete Gewinnentwicklung anstreben.

Beispiel 1:

Betrachtet seien zwei Kapitalgesellschaften A und B, die im Geschäftsjahr 01 bei einem eingesetzten Bruttovermögen von jeweils 1 Mio. GE einen identischen Bruttoüberschuss (Bruttogewinn vor Abzug aller Zinsen) von 150.000 GE erzielt haben. Beide Gesellschaften weisen folglich für das Jahr 01 mit $r_G^A = r_G^B = \frac{150.000}{1 \text{ Mio.}} = 15\%$ eine identische Gesamtrendite auf.

Die Höhe der Eigenkapitalrendite (r_E) hängt nun bei einem verschuldeten Unternehmen nicht nur von der Höhe der Gesamtrendite ab, sondern zusätzlich auch von der Höhe des zur Erzielung des Bruttoüberschusses eingesetzten Fremdkapitals und der Höhe der damit verbundenen Finanzierungskosten. Dies ergibt sich unmittelbar aus der Definition der Eigenkapitalrendite

($r_E = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Reinvermögen}}$). Zum einen entspricht der auf die Eigenkapitalgeber entfallende Gewinn ja gerade dem Bruttogewinn abzüglich aller an die Fremdkapitalgeber zu entrichtenden Zinsen, zum anderen ergibt sich das Reinvermögen als Differenz der Größen Bruttovermögen und Fremdkapital. Sowohl Zähler als auch Nenner der Bestimmungsgleichung für die Eigenkapitalrendite sind demnach vom Fremdkapitalzins und/oder Fremdfinanzierungsvolumen abhängig.

Unterstellt man, dass Kapitalgesellschaft A (B) zu Beginn des Geschäftsjahres 01 Verbindlichkeiten in Höhe von $FK^A = 500.000 \text{ GE}$ ($FK^B = 800.000 \text{ GE}$) zu einem Zinssatz von $r_F^A = 8\%$ ($r_F^B = 8\%$) p. a. hatte, so beträgt der Gewinn bei Unternehmen

A: $150.000 - 500.000 \cdot 0,08 = 110.000 \text{ [GE]}$ und bei Unternehmen

B: $150.000 - 800.000 \cdot 0,08 = 86.000 \text{ [GE]}$.

Bei einem Reinvermögen von $RV^A = 500.000 \text{ GE}$ bzw. $RV^B = 200.000 \text{ GE}$ ergibt sich für die Eigenkapitalrenditen:

$$r_E^A = \frac{110.000}{500.000} = 22\% \quad \text{und} \quad r_E^B = \frac{86.000}{200.000} = 43\% .$$

Trotz identischer Gesamtrendite, identischem Bruttovermögen und identischem Fremdkapitalzins weisen die Unternehmen A und B, die sich ausschließlich in Bezug auf die Höhe des eingesetzten Fremdkapitals unterscheiden, deutlich divergierende Eigenkapitalrenditen auf.

Allgemein gilt für den Zusammenhang zwischen der Eigenkapitalrendite (r_E), der Gesamtrendite (r_G), der Höhe der Verbindlichkeiten (FK), dem Durchschnittszinssatz aller Verbindlichkeiten (r_F) und dem Eigenkapital des Unternehmens (EK)¹⁾ die sogenannte **Leverage-Formel**:

$$(1) \quad r_E = r_G + (r_G - r_F) \cdot V, \quad \text{mit} \quad V := \frac{FK}{EK} .$$

¹ Es sei hier und im Folgenden unterstellt: $EK = RV$.

Die formale Herleitung der Formel (1) ist recht einfach. Ausgehend von der Grundannahme, dass nur Eigen- und Fremdkapitalgeber am Bruttoüberschuss partizipieren und dieser Bruttoüberschuss in voller Höhe auf diese beiden Kapitalgebergruppen zu verteilen ist, gilt:

$$\underbrace{r_G \cdot (EK + FK)}_{\text{Bruttoüberschuß}} = \underbrace{r_E \cdot EK}_{\text{Gewinn}} + \underbrace{r_F \cdot FK}_{\text{Fremdkapitalzinsen}}$$

$$\Leftrightarrow r_G \cdot EK + r_G \cdot FK - r_F \cdot FK = r_E \cdot EK$$

$$\Leftrightarrow r_G \cdot \frac{EK}{EK} + r_G \cdot \frac{FK}{EK} - r_F \cdot \frac{FK}{EK} = r_E$$

$$\Leftrightarrow r_E = r_G + (r_G - r_F) \cdot \frac{FK}{EK}$$

Übungsaufgabe 8:

Berechnen Sie für die Daten des Beispiels 1 mittels der Formel (1) die Eigenkapitalrenditen r_E^A und r_E^B .

Die „**Leverage**-Formel“ kann auch in folgender Weise plausibel gemacht werden:

Ableitung der
Leverage-Formel

- Die Gesamtrendite gibt an, welcher Bruttogewinn im Durchschnitt mit jeder eingesetzten GE des Gesamtvermögens erwirtschaftet worden ist. Also ist auch mit jeder gedanklich dem Reinvermögen (betraglich gleich Eigenkapital) zuzurechnenden GE ein Bruttogewinn von r_G erzielt worden.

[Insoweit zunächst also: $r_E = r_G \dots$].

- Ebenso ist mit jeder schematisch den Schulden zuzurechnenden GE des Bruttovermögens ein Bruttogewinn von r_G erzielt worden. Sofern jedoch $r_G > r_F$ gilt,¹⁾ wenn der pro eingesetzter GE erwirtschaftete Bruttogewinn also größer als der Zins ist, verbleibt aus dem Einsatz jeder den Schulden zuzurechnenden GE ein Überschuss in Höhe von $r_G - r_F$. Dieser Überschuss fällt den Gesellschaftern über den „mit ihrem eigenen Geld erwirtschafteten Gewinn“ in Höhe von r_G hinaus zu.

[Insoweit also weiter: $r_E = r_G + (r_G - r_F) \dots$].

1 Für den umgekehrten Fall $r_G < r_F$ können Sie die Überlegungen analog selbständig vornehmen.

- Der Verschuldungsgrad schließlich gibt an, wie viel GE Schulden rein rechnerisch auf eine GE Reinvermögen entfallen und damit, wie oft einer GE Reinvermögen über den „selbst erwirtschafteten Bruttogewinn“ r_G hinaus ein Überschuss in Höhe von $(r_G - r_F)$ zufällt.

[Somit also $r_E = r_G + (r_G - r_F) \cdot V$].

Wie man an der Leverage-Formel erkennt, kommt dem Verschuldungsgrad V folgende Hebelwirkung (Leverage = Hebelarm!) zu:

Hebelwirkung des Verschuldungsgrades

- Wird auf das insgesamt investierte Vermögen eine über dem Fremdkapitalzins liegende Rendite erzielt, „bringen“ die eingesetzten Fremdmittel also mehr als sie „kosten“ ($r_G > r_F$), so nimmt die Zielgröße r_E einen umso größeren Wert an, je höher der Verschuldungsgrad ist.
- Bleibt hingegen r_G hinter r_F zurück, „bringen“ die eingesetzten Fremdmittel also weniger als sie „kosten“ ($r_G < r_F$), so tritt gerade der entgegengesetzte Effekt ein: Die Eigenkapitalrendite wird umso kleiner, je größer V ist. Sie kann dabei eventuell auch deutlich negativ werden – und das möglicherweise sogar bei einer immer noch positiven Gesamrendite.
- Entspricht r_G gerade r_F , „bringen“ die eingesetzten Fremdmittel also genauso viel wie sie „kosten“ ($r_G = r_F$), so entspricht auch die Eigenkapitalrendite der Gesamrendite und ist unabhängig vom Verschuldungsgrad und damit auch unabhängig von der Verschuldungspolitik des Unternehmens.

Folgendes Beispiel dient zur exemplarischen Verdeutlichung der angesprochenen Zusammenhänge:

Beispiel 2:

Wir betrachten zwei Kapitalgesellschaften A und B, deren Verschuldungsgrade $V^A=1$ und $V^B=4$ sind. Der Fremdkapitalzins für beide Unternehmen betrage einheitlich $r_F=8\%$. Die Gesamrendite r_G nehme für beide Unternehmen in gleicher Weise in sieben aufeinanderfolgenden Jahren die in nachfolgender Tabelle angegebenen Werte an.

Mit einem Minimum von -5% und einem Maximum von $+25\%$ und einem Mittelwert von $+10\%$ weist r_G also über den betrachteten 7-Jahreszeitraum hinweg eine Schwankungsbreite von 30 Prozentpunkten¹⁾ auf. Nimmt man nun vereinfachend an, dass die Verschuldungsgrade der beiden Unternehmen trotz der Ertragsschwankungen konstant bleiben (dies impliziert bei konstantem Fremdkapital ein konstantes Eigenkapital, also Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber im Fall $r_E > 0$ und Einlagen der Eigenkapitalgeber im Fall $r_E < 0$), so nehmen die Eigenkapitalrenditen der beiden Unternehmen nach der Leverage-Formel (1) im Zeitablauf die in folgender Tabelle aufgeführten Werte an:

Jahr	1	2	3	4	5	6	7
r_G	20%	5%	20%	-5%	0%	5%	25%
r_E^A	32%	2%	32%	-18%	-8%	2%	42%
r_E^B	68%	-7%	68%	-57%	-32%	-7%	93%

1 Bei der Beschreibung relativer Änderungen bestimmter – numerisch darstellbarer – Sachverhalte kann zwischen zwei Betrachtungsweisen unterschieden werden:

- Zum einen ist es möglich, die absolute Änderung einer Größe zu dem Ausgangswert der entsprechenden Größe in Beziehung zu setzen. Dieser Quotient kann als *Prozentzahl* ausgedrückt werden. Steigt etwa die Schülerzahl einer Klasse A von 20 auf 22, so hat sie um $(22-20):20=10\%$ zugenommen.
- Zum anderen ist es aber auch möglich, derartige Zuwachsraten (oder andere in Prozentsätzen ausgedrückte Sachverhalte) miteinander zu vergleichen, also Differenzen von Prozentsätzen zu betrachten. Dann spricht man von *Prozentpunkten*. Ist etwa in einer anderen Klasse B die Schülerzahl von 16 auf 20, also um 25% gestiegen, so würde man korrekterweise formulieren, dass das Wachstum der Schülerzahl in Klasse B um 15 *Prozentpunkte* höher war als in Klasse A, und nicht etwa „um 15%“. Denn absolut gesehen war das Schülerwachstum in Klasse B mit 4 Schülern ja um 50% höher als in Klasse A mit 2, sofern man die absolute Zuwachszahl von B als Basis heranzieht. Bezogen auf die Zuwachszahl von Klasse A (2) weist Klasse B mit 4 sogar einen um 100% höheren Zuwachs auf.

Die aufgeführten Beispiele dürften deutlich machen, dass die terminologische Unterscheidung zwischen Prozentangaben und Angaben in Prozentpunkten keineswegs nur von sprachpuristischer Bedeutung ist. Nichtsdestoweniger wird diese Differenzierung im täglichen Sprachgebrauch, in den Medien und selbst im wissenschaftlichen Schrifttum nicht immer mit der notwendigen Sorgfalt beachtet.

Wegen der größeren Anschaulichkeit wird die zeitliche Entwicklung der drei Renditegrößen noch einmal grafisch verdeutlicht:¹⁾

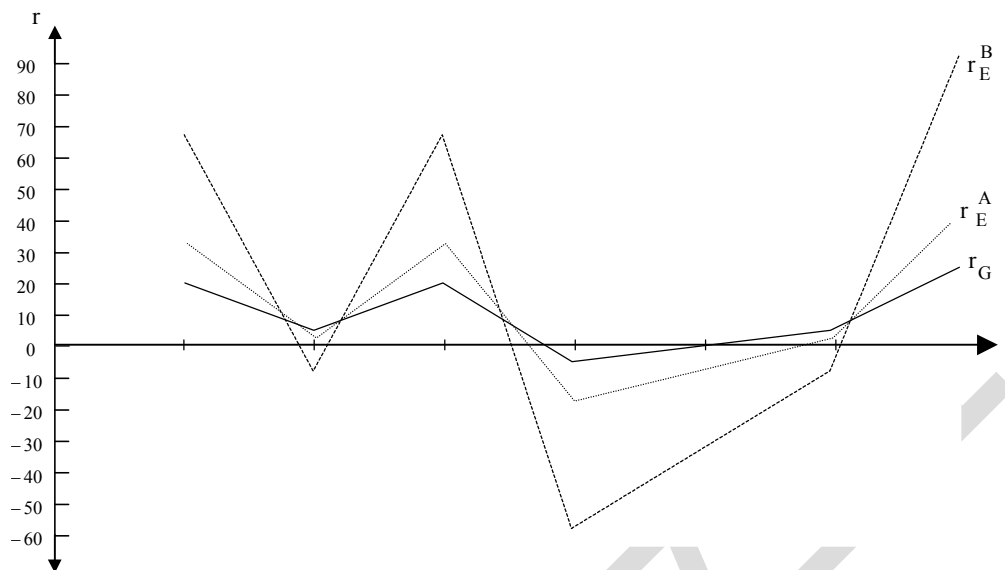


Abbildung 13: Leverage-Effekt: Zeitliche Entwicklung der Renditegrößen

Man erkennt daran recht plastisch, dass die zeitlichen Schwankungen von r_G in umso größere Schwankungen von r_E transformiert werden, je größer V ist (Verstärkereffekt). Dem Entwicklungstief im vierten Jahr mit einer negativen Gesamtrendite von 5% ($r_G = -5\%$) entspricht bei Unternehmen A immerhin schon ein Verlust von 18%. Bei Unternehmen B sackt r_E hingegen auf -57% ab; d.h. schlagartig entsteht ein Verlust, der mehr als die Hälfte des Eigenkapitals aufzehrt. Auf der anderen Seite führt der kräftige Anstieg der Gesamtrendite auf $+25\%$ im siebten Jahr bei Unternehmen A zu einem Gewinn von 42%, während r_E bei Unternehmen B auf $+93\%$ hochschnellt.

Geht man der Einfachheit halber von einem fest vorgegebenen Fremdkapitalzins aus, so erkennt man anhand der Leverage-Formel sehr deutlich die beiden Einflussfaktoren, die die Eigenkapitalrendite und damit auch das damit verbundene **Renditerisiko** eines Gesellschafters bestimmen:

- Zum einen hängt die für r_E maßgebliche Gewinnsituation von der Entwicklung der Gesamtrendite ab. Die Gefahr negativer Entwicklungen dieser Größe, also das **leistungswirtschaftliche Risiko**, haben wir im vorangegangenen Abschnitt schon erläutert und auf drei unterschiedliche Einflussgrößen (vgl. Abbildung 12) zurückgeführt.

Bestimmungsfaktoren
des Renditerisikos

¹ Bitte beachten Sie, dass es sich bei dieser Grafik nicht um die funktionale Darstellung der Renditegröße für beliebige Zeitpunkte handelt. Vielmehr dienen die Linienzüge zur Veranschaulichung der zeitpunktbezogenen Veränderungen der Renditegrößen.

- Bei gegebener Entwicklung der Gesamtrendite hängt die Höhe der Eigenkapitalrendite aber auch noch von der Höhe des Verschuldungsgrades ab, wobei diese Größe wie ein Verstärker wirkt und zwar in beide Richtungen. So schlagen sich „negative“ Entwicklungen der Geschäftstätigkeit insgesamt ($r_G < r_F$) in umso schlechteren Werten der Eigenkapitalrendite nieder, je größer der Verschuldungsgrad ist. Umgekehrt führen aber auch insgesamt „positive“ Entwicklungen des Unternehmens ($r_G > r_F$) zu einer umso besseren Gewinnsituation, je höher der Verschuldungsgrad ist. Das Gesellschafterrisiko insgesamt wird somit - an der Entwicklung der Eigenkapitalrendite gemessen - über das leistungswirtschaftliche Risiko hinaus durch den von der Höhe des Verschuldungsgrades abhängigen Verstärkereffekt bestimmt. Neben der im Wesentlichen auf Beschaffungs-, Produktions- und Absatzaktivitäten bezogenen leistungswirtschaftlichen Geschäftspolitik wird somit auch die Verschuldungspolitik des Unternehmens zu einem risikobeeinflussenden Faktor. Dieses spezielle geschäftspolitische Risiko wird häufig auch als **Kapitalstrukturrisiko** bezeichnet.

Zwischenergebnis

Abbildung 14 verdeutlicht - in Weiterentwicklung von Abbildung 12 - die zuletzt erarbeiteten Erkenntnisse, die sich wie folgt zusammenfassen lassen: Im allgemeinen ist davon auszugehen, dass die Gesamtrendite eines Unternehmens keine Konstante darstellt, sondern im Zeitablauf als Ausdruck des leistungswirtschaftlichen Risikos nicht gewollten und auch nicht vorhersehbaren Schwankungen unterliegt. Da sich gegebene Schwankungen von r_G aber in umso stärkere Schwankungen von r_E übertragen, je größer der Verschuldungsgrad ist, leisten hohe Verschuldungsgrade in multiplikativer Verstärkung des leistungswirtschaftlichen Risikos einen darüber hinausgehenden Beitrag zur Destabilisierung der zeitlichen Entwicklung der Eigenkapitalrendite. Dies mag per se als unangenehm, also als Risikofaktor, empfunden werden. Zudem erhöht ein hoher Verschuldungsgrad die Gefahr, dass die Eigenkapitalrendite in „schlechten Jahren“ ($r_G < r_F$) unter den jeweils maßgeblichen Referenzwert sinkt.

Der Verschuldungsgrad kann somit – neben dem auf andere Weise abzuschätzenden leistungswirtschaftlichen Risiko – als Indikator für das Ausmaß des Gesellschafterrisikos interpretiert werden. Ein hoher Verschuldungsgrad ist aus der Sicht der Gesellschafter aber nicht nur ein Risikoindikator, vielmehr kann er zugleich auch als Chancenindikator interpretiert werden. Denn wie oben bereits gezeigt wurde, eröffnen gerade besonders hohe Verschuldungsgrade die Möglichkeit, bei positiver Geschäftsentwicklung ($r_G > r_F$) insgesamt sehr hohe Eigenkapitalrenditen zu realisieren.

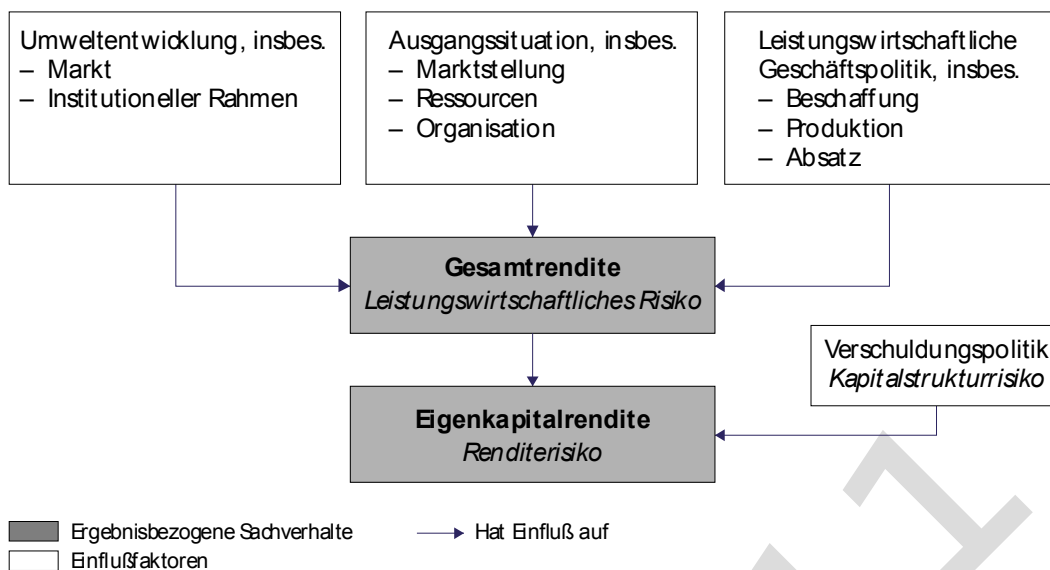


Abbildung 14: Verschuldungsgrad und leistungswirtschaftliches Risiko als Bestimmungsfaktoren des Renditerisikos

Unsere bisherige Argumentation beruhte allerdings weitgehend auf der Annahme, dass die Fremdkapitalzinsen im Zeitablauf – zumindest annähernd – konstant bleiben. Löst man sich von dieser Annahme, so ergeben sich einige Modifikationen:

Prämissenmodifikation

- Selbst bei konstant bleibender Gesamtrendite kann die Verstärkerwirkung hoher Verschuldungsgrade nun auch bei im Zeitablauf schwankenden Fremdkapitalzinsen auftreten.
- Treffen sogar Phasen steigender Zinsen und fallender Gesamtrenditen (sowie umgekehrt fallender Zinsen und steigender Gesamtrenditen) zeitlich zusammen, so wird der Verstärkereffekt noch über das bisher verdeutlichte Ausmaß hinaus wirksam.
- Gehen hingegen steigende Fremdkapitalzinsen tendenziell auch mit steigenden Gesamtrenditen einher (und umgekehrt), so sind mit einem gegebenen Verschuldungsgrad nur weniger starke Verstärkereffekte verbunden.

Folgende Übungsaufgabe dient zur abschließenden Verdeutlichung dieser Zusammenhänge.

Übungsaufgabe 9:

In der schönen neuen Welt UTOPIA treiben zwei Banken A und B ihre Geschäfte. Die Bilanzen der beiden Institute weisen folgende Struktur auf:

A			B		
Vergebene Kredite	100	Spareinlagen	50	Vergebene Kredite	100
		Eigenkapital	50		
				Spareinlagen	90
				Eigenkapital	10

Kredit- und Einlagenvolumen werden in den folgenden drei Jahren konstant bleiben. Die Spareinlagen sind im Betrachtungszeitpunkt für ein Jahr mit einem Zins von 8% p. a. ausgestattet. In den beiden kommenden Jahren wird der Zinssatz für einjährige Spareinlagen zunächst 5% p. a., danach 10% p. a. betragen. Alle Zinsen werden jeweils zum Jahresende gezahlt, Gewinne an die Gesellschafter ausgeschüttet.

- Nehmen Sie zunächst an, die Kredite seien für drei Jahre fest zu 8% p. a. ausgeliehen. Untersuchen Sie die Entwicklung der Eigenkapitalrendite der beiden Banken für die kommenden drei Jahre!
- Nehmen Sie nun an, die Kreditzinsen wären nur für ein Jahr fixiert und würden auch in den Folgejahren jeweils mit dem Einlagenzins (5% bzw. 10%) übereinstimmen! Untersuchen Sie erneut die Entwicklung der Eigenkapitalrenditen und kommentieren Sie Ihren Befund!

1.3.3 Insolvenzzrisiken (Szenario II)

Finanzierungsrisiken
auch für Gläubiger

Beziehen wir in unsere Betrachtung nun auch die Möglichkeit ein, dass das betrachtete Unternehmen insolvent werden kann, so wird damit ein Aspekt des Finanzierungsrisikos erfasst, der nicht nur für die Gesellschafter, sondern auch für die Gläubiger von Bedeutung ist. Bei der Untersuchung dieses Problems wollen wir uns von Anfang an auf den praktisch besonders relevanten Fall der Unternehmensinsolvenz beschränken und annehmen, dass das verbliebene Gesellschaftsvermögen im Zuge der folgenden Zwangsliquidation nicht ausreicht, um alle Gläubiger vollständig zu befriedigen.

Zur näheren Analyse der Konsequenzen, die sich in einer solchen Situation für Gesellschafter und Gläubiger ergeben, erweist es sich wiederum als zweckmäßig, zwei Risikodimensionen voneinander abzuschichten, nämlich

Dimensionen
des Insolvenzzrisikos

- zum einen die Gefahr, dass es überhaupt zur Insolvenz kommt, sowie
- zum anderen die Gefahr, dass der Geldgeber bei Eintritt einer solchen Situation mehr oder weniger große Verluste erleidet.

Wir wollen diese beiden Aspekte getrennt als **Insolvenzeintrittsrisiko** und **Insolvenzverlustrisiko** bezeichnen.

(1) Insolvenzeintrittsrisiko

Das Ausmaß des Insolvenzeintrittsrisikos wird bei gegebener Ausgangssituation eines Unternehmens in erster Linie durch die Umweltentwicklung und die gesamte Geschäftspolitik des Unternehmens (einschließlich der Verschuldungspolitik) bestimmt. Insbesondere erhöhen hohe Verschuldungsgrade die Gefahr, dass ein Unternehmen schon bei einem vorübergehenden Absinken der Gesamterträge unter den Fremdkapitalzins so starke Verluste erleidet, dass es in einer Situation zu einer Insolvenz kommt, die ein weniger hoch verschuldetes Unternehmen ohne nachhaltige Schäden überstanden hätte. Dabei mag offenbleiben,

Bestimmungsfaktoren
des Insolvenzeintritts-
risikos

- ob der – de facto eher selten maßgebliche – Tatbestand der *Überschuldung* zur Auslösung der Insolvenz führt, oder
- ob die Kreditgeber die auftretenden hohen Verluste – gewissermaßen „im Vorfeld“ einer drohenden Überschuldung – zum Anlass nehmen, keine weiteren Kredite zu gewähren und bestehende Kredite zu kündigen, so dass das Unternehmen *zahlungsunfähig* wird.

Wir wollen die Gesamtheit der Faktoren, die dafür maßgeblich sind, ob es aus dem einen oder anderen Grund zur Insolvenz kommt, im Folgenden kurz als **Finanzlage** des Unternehmens bezeichnen. Wie Abbildung 15 – in Weiterentwicklung und leichter Modifikation der Abbildungen 12 und 14 – schematisch verdeutlicht, wird die Finanzlage - und damit auch das Insolvenzeintrittsrisiko – wieder von den schon bekannten Einflussfaktoren Ausgangssituation, Umweltentwicklung und Geschäftspolitik (einschließlich der Verschuldungspolitik) bestimmt.

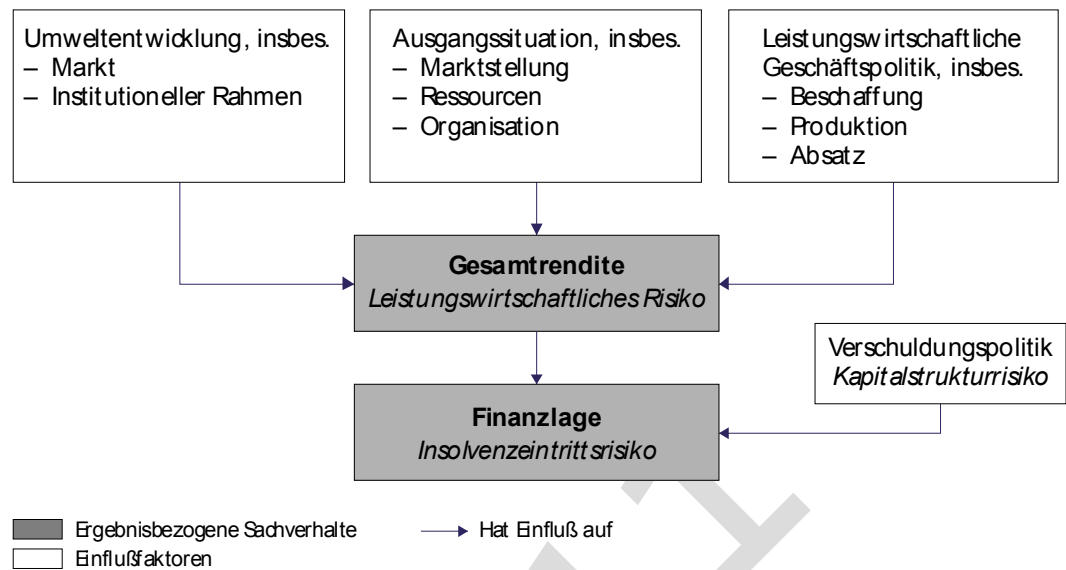


Abbildung 15: Verschuldungsgrad und leistungswirtschaftliches Risiko als Bestimmungsfaktoren des Insolvenzeintrittsrisikos

Der Verschuldungsgrad stellt somit neben seiner Bedeutung als Indikator des Renditerisikos der Gesellschafter auch einen Indikator für die allgemeine Insolvenzgefährdung eines Unternehmens dar. Folgende Übungsaufgabe dient zur Verdeutlichung dieses Zusammenhangs.

Übungsaufgabe 10:

Gehen Sie von den Daten des Beispiels 2 aus! Nun sei jedoch angenommen, dass – bei nach wie vor konstantem Gesamtkapital von angenommenen 100 Geldeinheiten – eingetretene Verluste nicht wie in Beispiel 2 durch Zufuhr neuer Einlagen, sondern durch Neukreditaufnahmen ausgeglichen werden und damit den Verschuldungsgrad erhöhen. Für später eventuell auftretende Gewinne sei angenommen, dass sie zunächst zum Abbau der aufgenommenen Neukredite verwendet werden, darüber hinausgehende Gewinne jedoch ausgeschüttet werden. Nehmen Sie schließlich weiter an, dass die Entwicklung der Gesamtrenditen beider Unternehmen im Zeitablauf unverändert den im Beispiel 2 vorgegebenen Daten folgt und der Fremdkapitalzins r_F für alle Kredite konstant 8% beträgt.

Stellen Sie fest, wie sich bei den Unternehmen A und B im Zeitablauf die Eigenkapitalrenditen sowie die jeweiligen Verschuldungsgrade entwickeln, und kommentieren Sie kurz das Ergebnis Ihrer Rechnungen! Unterstellen Sie hierbei, dass es sich bei A und B um Kapitalgesellschaften mit voll eingezahlten Einlagen handelt und die Bilanzwerte zugleich zur Überschuldungsmessung geeignet sind!

Ein hoher Verschuldungsgrad kann insoweit also sowohl für die Gesellschafter als auch für die Gläubiger als *ein* Indikator für die Höhe des Insolvenzeintrittsrisikos angesehen werden. Dabei ist allerdings stets zu beachten, dass das durch den Verschuldungsgrad indizierte Kapitalstrukturrisiko lediglich einen Verstärkereffekt beinhaltet. So ist durchaus denkbar, dass das Insolvenzeintrittsrisiko eines Unternehmens X trotz eines vergleichsweise hohen Verschuldungsgrades insgesamt niedriger einzuschätzen ist als das eines weniger hoch verschuldeten Unternehmens Y, dessen leistungswirtschaftliches Risiko – etwa gemessen an der Streubreite der in den letzten Jahren tatsächlich beobachteten Werte der Gesamttrendite – als deutlich höher anzusehen ist als bei X.

Verschuldungsgrad und
Insolvenzeintrittsrisiko

Bei der Wertung des Verschuldungsgrades als Risikoindikator ist zudem ein systematischer Unterschied zwischen Gesellschaftern und Gläubigern zu beachten. Für erstere signalisiert ein hoher Verschuldungsgrad ja nicht nur Risiken, sondern zugleich auch Chancen. Gläubiger hingegen haben an der „positiven Seite“ des Leverage-Effekts, den daraus möglicherweise resultierenden sehr hohen Gewinnen, keinen unmittelbaren Anteil, sind jedoch dem Risiko ausgesetzt, dass es u. a. wegen eines hohen Verschuldungsgrades zur Insolvenz kommt. Die asymmetrische Betroffenheit beider Geldgebergruppen von unterschiedlich guten Unternehmensverläufen lässt Gesellschafter und Gläubiger also auch die Wahl des Verschuldungsgrades tendenziell unterschiedlich beurteilen.

(2) Insolvenzverlustrisiko

Der Eintritt des Insolvenzfalls bringt für die beiden hier betrachteten Geldgebergruppen unterschiedliche Risiken mit sich. Für die **Gesellschafter** entfallen zunächst einmal alle Aussichten auf spätere Gewinne aus dem Unternehmen; ihre Unternehmensanteile werden wertlos. Inwieweit Gesellschafter über diesen **elementaren Insolvenzverlust** hinaus negativ betroffen sind, hängt ganz entscheidend von ihrer Haftungssituation ab, wie wir ansatzweise in Abschnitt 1.2.2 der Kurseinheit 1 dieses Kurses schon gesehen haben:

Insolvenzverlustrisiko
für Gesellschafter

- In dem für den Gesellschafter günstigen Fall, etwa bei einer GmbH mit voll eingezahlten Einlagen, treffen ihn überhaupt keine weiteren Belastungen. Das von ihm zu tragende Insolvenzverlustrisiko ist also auf die Gefahr des **elementaren Insolvenzverlustes** beschränkt.
- Im ungünstigsten Fall der unbeschränkten persönlichen Haftung, etwa bei einem Gesellschafter einer OHG, beinhaltet das Insolvenzverlustrisiko hingegen darüber hinaus die Gefahr, auch das Privatvermögen in nennenswerten Teilen zu verlieren (**Haftungsrisiko**).

Bestimmungsfaktoren für das Ausmaß der im letztgenannten Fall auf den Gesellschafter zukommenden Belastungen, also des Haftungsrisikos, stellen zum einen wiederum das leistungswirtschaftliche Risiko und das Kapitalstrukturrisiko dar; sie bestimmen im Wesentlichen die Finanzlage des Unternehmens zu dem Zeitpunkt, in dem es von dem Insolvenzverwalter übernommen wird. Für das endgültige Ausmaß der letztlich zu tragenden Verluste ist dann zusätzlich bedeutsam, welche Liquidationserlöse aus der Verwertung des verbliebenen Unternehmensvermögens letztendlich erzielt werden können. Der Gesellschafter ist in diesem Fall als Unterkomponente seines Insolvenzverlustrisikos einem **Verwertungsrisiko** ausgesetzt, das im Wesentlichen durch zwei Faktoren bestimmt wird, nämlich

- die Verwertungs politik des Insolvenzverwalters und
- die Entwicklung der maßgeblichen „Umwelt“, durch die etwa die aus dem Verkauf verbliebener Kraftfahrzeuge oder aus der Versteigerung der Grundstücke erzielbaren Erlöse bestimmt werden.

Zudem bestimmen auch die mit der Abwicklung des Insolvenzverfahrens verbundenen Kosten das Ausmaß der von den persönlich haftenden Gesellschaftern zu tragenden Verluste.

Insolvenzverlustrisiko
für Gläubiger

Für einen **Gläubiger** kann das Insolvenzverlustrisiko angesichts seiner betragsmäßig eindeutig fixierten Ansprüche einfacher als die Gefahr definiert werden, dass ihm im Zuge des Insolvenzverfahrens letztendlich weniger Geld zufließt, als ihm zusteht. Betrachtet man die Gesamtheit aller Gläubiger zunächst als einheitlichen Block, so wird das Ausmaß der von ihnen insgesamt zu tragenden Verluste zunächst ebenfalls von der Situation des Unternehmens bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens sowie von dem Ablauf der Vermögensverwertung bestimmt. Das Insolvenzverlustrisiko der Gläubiger wird insoweit also wiederum durch die Umweltentwicklung – vor und nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens – und geschäftspolitische Maßnahmen – zunächst die des Managements des Unternehmens und später des Insolvenzverwalters – bestimmt. Inwieweit sich ein Zurückbleiben der Verwertungserlöse hinter den daraus zu befriedigenden Ansprüchen für die Gläubigersamtheit definitiv als Verlust niederschlägt, hängt zusätzlich allerdings noch von der Haftungssituation der Gesellschafter ab. Dabei besteht zwischen der Gläubigersamtheit und der Gesellschaftergesamtheit eine Konstellation nach Art eines **Nullsummenspiels**¹⁾; in dem Ausmaß, in dem die Gesellschafter wegen des Zugriffs auf ihr Privatvermögen zusätzliche Belastungen hinnehmen müssen, mindern sich die von den Gläubigern letztendlich zu tragenden Verluste.

1 Vgl. hierzu auch Abschnitt 2 der Kurseinheit 5 des Kurses Investition (Spieltheorie).

Wie Sie schon aus Kurseinheit 1 wissen, stellen die Gläubiger in der Insolvenz eines Unternehmens allerdings in aller Regel keineswegs eine in sich homogene Gruppe dar. Von dem de facto eher seltenen Fall einer vollständigen Befriedigung aller Gläubiger abgesehen, gewinnen dann für den *einzelnen* Gläubiger all die Sachverhalte Relevanz, die sich auf seine Platzierung innerhalb der Gruppe konkurrierender Gläubiger beziehen. Besondere Bedeutung kommt dabei vor allem etwaigen Kreditsicherheiten (vgl. hierzu Abschnitt 3.1.4 dieser Kurseinheit) zu, die es dem einzelnen Gläubiger im Idealfall ermöglichen sollen, sein finanzielles Engagement trotz *insgesamt* durchaus erheblicher Gläubigerverluste *individuell* verlustfrei zu beenden. Als weitere Unterkomponenten des Insolvenzverlustrisikos sind für Gläubiger daher ein Verteilungsrisiko und ein individuelles Verwertungsrisiko zu beachten. Unter das **Verteilungsrisiko** werden dabei alle Sachverhalte subsumiert, von denen abhängt, welche Rangposition ein Gläubiger bei der Verteilung des Gesamtvermögens und einzelner Vermögenswerte in Relation zu anderen Gläubigern einnimmt, also insbesondere,

Kreditsicherheiten

- inwieweit der Gläubiger zur Befriedigung seiner Ansprüche auf für ihn „reservierte“ Vermögensgegenstände zugreifen kann und
- welchen Rang der Gläubiger bei der Befriedigung aus „reservierten“ Vermögensgegenständen oder sonstigem Vermögen in Relation zu anderen Gläubigern einnimmt.

Kann der Gläubiger auf spezielle „reservierte“ Vermögensgegenstände zugreifen, so ist zudem zu beachten, dass er dann weniger dem allgemeinen Verwertungsrisiko ausgesetzt ist, sondern primär einem **individuellen Verwertungsrisiko**, das insbes. die Gefahr beinhaltet, dass der zur Sicherung der *eigenen* Ansprüche „reservierte“ Vermögensgegenstand

- sich entweder bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens gar nicht mehr im Vermögen des Unternehmens befindet, etwa weil er zwischenzeitlich verbraucht, weiterverarbeitet oder veräußert worden ist,
- oder aber nur zu einem geringeren Betrag verwertet werden kann, als zur vollständigen Anspruchserfüllung notwendig wäre.

In der Ihnen schon bekannten Weise verdeutlicht Abbildung 16 noch einmal die grundlegende gedankliche Struktur unserer bisherigen Überlegungen.

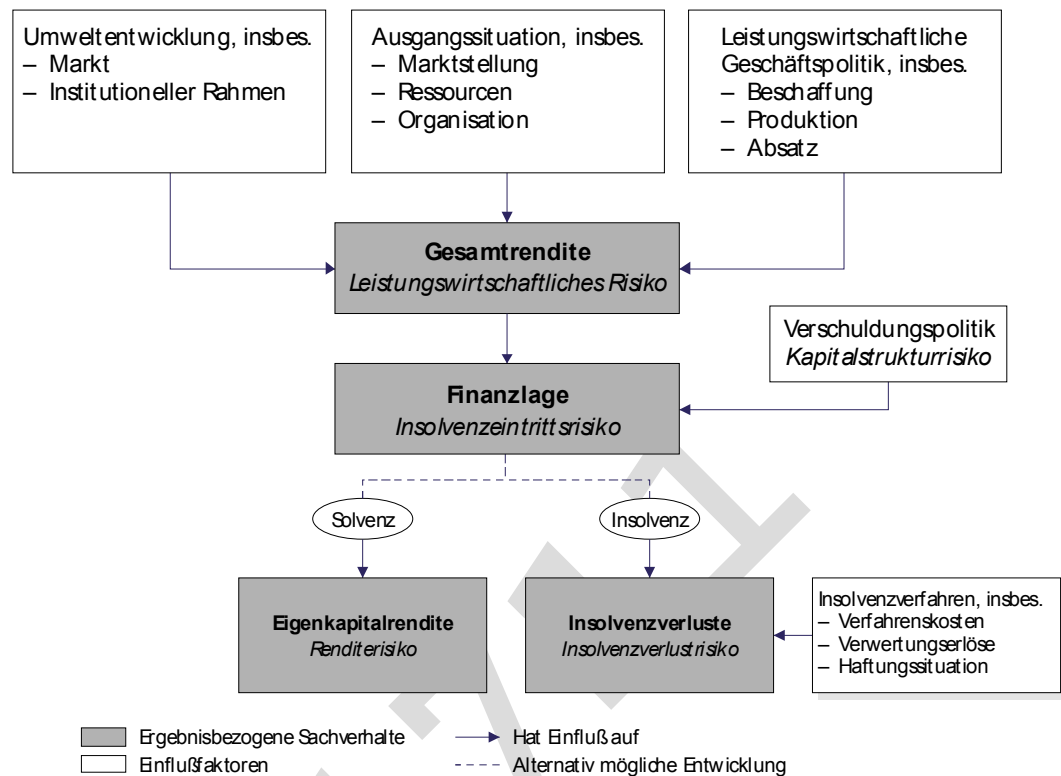


Abbildung 16: Bestimmungsfaktoren und Zusammenhang von Renditerisiko, Insolvenzeintrittsrisiko und Insolvenzverlustrisiko

1.3.4 Delegationsrisiken

Manager als Beauftragte der Gesellschafter

Wie wir schon gesehen haben, resultiert *ein* Risikofaktor sowohl für Gesellschafter als auch für Gläubiger aus der von „ihrem“ Unternehmen verfolgten Geschäftspolitik. Dabei ist es möglich, dass sich die für die Geschäftspolitik maßgeblichen Personen, „das Management“, anders verhalten als dies aus Sicht der jeweils betrachteten Geldgeber wünschenswert wäre. Die aus diesem Umstand resultierenden spezifischen Gefahren wollen wir als **Delegationsrisiken** bezeichnen und im Folgenden in ihren wichtigsten Grundzügen etwas näher verdeutlichen.

Die beiden grundlegenden Erscheinungsformen von Delegationsrisiken können in der Gefahr gesehen werden, dass das Management aus Eigeninteresse¹⁾

Erscheinungsformen von Delegationsrisiken

- entweder Maßnahmen durchführt, die die jeweils betrachteten Geldgeber in der gleichen Situation aus ihrem eigenen Interesse heraus *nicht* durchgeführt hätten,

¹ Die grundsätzlich darüber hinaus bestehende Möglichkeit, dass das Management nicht über ausreichende *Fähigkeiten* verfügt, bleibt hier unberücksichtigt.

- oder aber Maßnahmen unterlässt, deren Durchführung in der gleichen Situation im Interesse der jeweiligen Geldgeber gelegen hätte.

Die grundlegende Struktur des Delegationsrisikos resultiert also aus der Problematik, dass sich eine von einem Auftraggeber („Principal“) beauftragte Person („Agent“) tendenziell immer dann anders verhält, als der Auftraggeber das wünscht, wenn

1. der Agent andere Ziele hat als der Principal oder von seinen Aktivitäten anders betroffen ist als der Principal, und
2. der Principal das Verhalten des Agenten nicht vollständig kontrollieren kann oder will.

Diese – durch die gleichzeitige Asymmetrie von Gestaltungskompetenz und Zielen oder Betroffenheit bedingten – Probleme werden im Schrifttum unter der Bezeichnung **Principal-Agent-Beziehungen** erörtert und haben neben anderen wirtschaftswissenschaftlichen Teilbereichen auch der Finanzierungstheorie wichtige Impulse gegeben.

In dem hier interessierenden Zusammenhang sind zwei Grundkonstellationen derartiger principal-agent-Beziehungen, die realiter allerdings auch in vielfältigen Zwischenformen auftreten können, von besonderem Interesse.

Erscheinungsformen
von principal-agent-
Beziehungen

Konstellation I: Gesellschafter als Manager

Als erstes wollen wir die Konstellation betrachten, dass das Management des Unternehmens allein in den Händen der Gesellschafter liegt. Im einfachsten Fall handelt es sich dabei um den alleinigen Inhaber des Unternehmens. Auch für diesen Gesellschafter besteht dann immer noch das Risiko, aus Nachlässigkeit, Unerfahrenheit, Überforderung etc. „schlechte Entscheidungen“ zu treffen. Ein spezielles *Delegationsrisiko* besteht jedoch nicht.

Alleingesellschafter

Etwas anders verhält es sich schon, wenn ein Unternehmen mehrere Gesellschafter hat, die gemeinsam die Geschäfte führen. Dabei wird es in aller Regel zu einer gewissen Arbeitsteilung und damit möglicherweise schon zu gewissen Delegationsproblemen kommen. Diese wiederum können zum einen daraus resultieren, dass die einzelnen Gesellschafter von bestimmten geschäftspolitischen Maßnahmen unterschiedlich betroffen sind, zum anderen daraus, dass sie selbst bei gleicher monetärer Betroffenheit die Konsequenzen subjektiv unterschiedlich „bewerten“.

Mehrere Gesellschafter

Beispiel 3:

- ALPHA ist Kommanditist, BERTHA Komplementärin der GAMMA-KG; beide führen die Geschäfte arbeitsteilig. Dabei ist festzustellen, dass ALPHA dazu neigt, chancenorientierte Projekte, die bei negativem Ausgang allerdings zur Insolvenz der KG führen können, in sehr viel größerem Umfang abzuschließen, als das BERTHA recht ist. Diese verzichtet demgegenüber in ihrem Zuständigkeitsbereich auf die eine oder andere derartiger Aktivitäten, obwohl ALPHA sich an ihrer Stelle für die Durchführung entscheiden würde.

Eine naheliegende Erklärung für diese Verhaltensdivergenzen und die daraus resultierenden Delegationsprobleme liefern die Haftungsunterschiede. ALPHA etwa ist von der Frage, wie hoch die in einer möglichen Insolvenz auftretenden Verluste ausfallen, mangels persönlicher Haftung gar nicht mehr betroffen. BERTHA hingegen muss in einem solchen Fall auch mit ihrem privaten Vermögen einstehen, ist insoweit also von der Gefahr negativer Geschäftsergebnisse deutlich stärker betroffen als ALPHA.

- MONA und LISA wollen Delegationsproblemen der bei ALPHA und BERTHA auftretenden Art entgehen. Sie sind deshalb beide persönlich haftende Gesellschafterinnen ihrer OHG. MONA hat nach einer Erbschaft sonstiges Privatvermögen von 4 Mio. GE, LISA verfügt nur über 160.000 GE privater „Rücklagen“. Die Gesellschaft hat die Möglichkeit, ein attraktives, aber hochriskantes Termingeschäft abzuschließen. Bei positivem Ausgang ist mit einem Gewinn bis zu 1 Mio. GE, also 500.000 GE pro Gesellschafterin zu rechnen. Bei negativem Ausgang wäre hingegen mit der Insolvenz der Gesellschaft zu rechnen; beide Gesellschafterinnen müssten dann in Erfüllung ihrer Haftungspflichten jeweils ca. 100.000 GE „nachschießen“.

Es ist gut vorstellbar, dass MONA die mit diesem Geschäft verbundenen Chancen höher einschätzt als das Verlustrisiko, da sie eine Minderung des Privatvermögens um 100.000 GE nicht so sehr schmerzt, während LISA gerade zu der entgegengesetzten Einschätzung kommen könnte. Würde nun die eine oder die andere der beiden Gesellschafterinnen die Entscheidung über den Abschluss des Termingeschäftes alleine treffen und sich dabei nur von ihrem eigenen Interesse leiten lassen, bestünde für die Partnerin immer die Gefahr einer „Fehlentscheidung“.

- WUTKE ist einer von fünf Gesellschaftern, die jeweils zu 20 % an der VORWÄRTS GmbH beteiligt sind. WUTKE liebt es, bei seinen Geschäftsreisen in den fernen Osten einen deutlich luxuriöseren Lebensstil zu pflegen als zu Hause. In einer Bar in Hongkong offenbart er seinen beiden anhänglichen Gesprächspartnerinnen – bei der dritten Flasche Champagner bereits leicht lallend – sein Prinzip: „Merkt ja keiner so richtig; kostet mich persönlich nur 20 %; bringt aber 100 % Spaß.“
- WLADIMIR und ESTRAGON managen ihre GmbH in der Weise, dass WLADIMIR für Technik und ESTRAGON für das Kaufmännische, insbesondere auch Buchhaltung und Bilanz, zuständig ist. ESTRAGON geht davon aus, dass sein Partner in fünf Jahren ausscheiden wird. Nach Zahlung einer Abfindungssumme, die von der „Gewinnentwicklung“ in den letzten sieben Jahren vor dem Ausscheiden abhängt, wird er die GmbH dann alleine weiterführen. Selbstsüchtig wie ESTRAGON ist, wendet er während der letzten Jahre von WLADIMIRS Mitwirkung alle erlaubten jahresabschlusspolitischen Gestaltungsmöglichkeiten an, um die laufenden Gewinne so gering wie möglich auszuweisen und damit zugleich die Abfindungszahlung möglichst klein zu halten.

Wegen weitergehender Analysen der auch zwischen Gesellschaftern möglicherweise bestehenden Delegationsprobleme sei auf die ergänzende (sonstige) Übungsaufgabe 5 (in Moodle) sowie auf Aufgabe 2.26 in BITZ/EWERT (2011) verwiesen. Im Folgenden wollen wir allerdings vereinfachend unterstellen, dass die Gesellschafter im Hinblick auf Betroffenheiten, Ziele und Präferenzen *als homogene Gruppe* betrachtet werden können.

In diesem Fall beschränken sich Delegationsrisiken wie bei der Einmann-Gesellschaft auf die Gläubiger. Wie wir oben schon gesehen haben, sind die Betroffenheiten von Gesellschaftern und Gläubigern in vielen Fällen gerade einander entgegengesetzt gelagert. So können Gesellschafter – insbesondere wenn sie nicht persönlich haften – unter Umständen ein Interesse daran haben, zu einer riskanteren Geschäftspolitik überzugehen oder die Verschuldung des Unternehmens zu erhöhen. Denn die mit einer dementsprechenden Erhöhung des leistungswirtschaftlichen Risikos bzw. des Kapitalstrukturrisikos - und damit zugleich auch des Insolvenzeintrittsrisikos - in aller Regel zugleich auch verbundenen höheren Gewinnchancen kommen allein den Gesellschaftern zugute. Die bei „schlechtem“ Ausgang des Geschäfts eintretenden Verluste hingegen können unter Umständen von einem gewissen Ausmaß an auf die Gläubiger abgewälzt werden. Dabei ist der **Anreiz** für die Gesellschafter, sich zu Lasten der Gläubiger auf besonders riskante Geschäfte einzulassen, tendenziell umso größer, je höher das Unternehmen ohnehin schon verschuldet ist. Wir haben dies ansatzweise schon im Zusammenhang mit den Überlegungen zur Beurteilung des Leverage-Effektes aus der Sicht verschiedener Geldgebergruppen gesehen.

Delegationsrisiken von Gläubigern

Anreizprobleme dieser Art werden im Schrifttum häufig als besonders typisches Beispiel für den, ursprünglich aus dem Versicherungsgeschäft stammenden, Begriff des **moral hazard** diskutiert. Darunter ist die Gefahr zu verstehen, dass eine Person erst durch den Abschluss eines bestimmten Vertrages in besonderer Weise dazu angereizt wird, sich anders zu verhalten, als sie dies ohne den Vertragsabschluss getan hätte, und zwar tendenziell gerade zu Lasten des Vertragspartners. Musterbeispiel ist der zunächst sehr um die Sicherheit seiner mit Saatgut gefüllten Scheune bemühte Landwirt, der nach Abschluss eines „guten“ Versicherungsvertrages – und zwar gerade *wegen* dieses Vertragsabschlusses – in seiner Wachsamkeit plötzlich deutlich nachlässt und eventuell sogar auf einmal – früher undenkbar! – mit einem qualmenden Pfeifchen auf dem Heuboden auftaucht.

Moral hazard:
Spezielle Anreizwirkung abgeschlossener Verträge

Die ergänzende Übungsaufgabe 6 (in Moodle) dient zur Verdeutlichung dieser Problematik anhand einer besonders eingängigen Konstellation. Zudem sei auf die Aufgaben 2.21, 2.24 und 2.25 in dem Übungsbuch von BITZ/EWERT (2011) verwiesen.

Konstellation II: Eigenständiges Management

Publikums-
gesellschaften

Die zu I entgegengesetzte Konstellation ist etwa bei „großen Publikumsgesellschaften“ mit einer Vielzahl „kleiner“ Aktionäre gegeben, deren Manager praktisch keinerlei Kontrolle durch die insoweit annähernd ohnmächtigen Gesellschafter unterliegen. In diesem Fall trifft das Delegationsrisiko auch die Gesellschafter. Denn diese sind jetzt der Gefahr ausgesetzt, dass das Management eine Geschäftspolitik betreibt, die aus Gesellschaftersicht schlechtere Ergebnisse erwarten lässt, als das der Fall gewesen wäre, wenn das Management sich ausschließlich an den Interessen der Gesellschafter orientiert hätte. Das damit angesprochene Problem der „Trennung von Eigentum und Kontrolle“ hat Wirtschafts- und Sozialwissenschaftler schon seit langen Zeiten beschäftigt.¹⁾

Delegationsprobleme
für Gesellschafter

In der Beziehung zwischen Gesellschaftern und Managern führt die Delegation von Entscheidungsbefugnissen erst dann zu besonderen Konflikten, wenn zugleich auch die jeweiligen Ziele oder Betroffenheiten divergieren. Zu Handlungen, die von dem Gesellschafteroptimum abweichen, kann es mithin immer dann kommen, wenn die mit bestimmten Aktivitäten verbundenen (negativen und positiven) Konsequenzen für die Manager einen anderen Stellenwert besitzen als für die Gesellschafter, wobei zwei Grundmuster derartiger Divergenzen unterschieden werden können:

- Zum einen kann es dazu kommen, dass Manager Handlungen unterlassen, die im Interesse der Gesellschafter liegen würden. So könnten festbesoldete Manager etwa auf erfolgversprechende, arbeitsintensive Aktivitäten verzichten, da sie an den möglichen Erfolgen derartiger Maßnahmen (höheren Gewinnen) nicht beteiligt sind, die dafür notwendigen Zusatzkosten in Form erhöhten Arbeitseinsatzes jedoch selbst zu tragen haben.
- Zum anderen ist es denkbar, dass die Manager bestimmte Aktivitäten gegen das Interesse der Gesellschafter durchführen, da die Vorteile ihnen zugute kommen, mögliche Nachteile hingegen zu Lasten der Gesellschafter gehen. So kann man sich etwa vorstellen, dass Manager die Einführung eines ganz neuen Fertigungsverfahrens trotz erheblicher Kosten „durchdrücken“, um öffentlich den Ruhm des großen technischen Neuerers zu genießen.

Die ergänzende Übungsaufgabe 34 (in Moodle) dient der exemplarischen Verdeutlichung dieser beiden grundlegenden Erscheinungsformen von Delegationsrisiken.

1 So etwa bereits in dem 1941 erschienenen populärwissenschaftlichen Buch über „The Managerial Revolution“ (in deutscher Übersetzung 1948 als „Das Regime der Manager“) von James BURNHAM, das seinerzeit weltweites Aufsehen erregte.

Übungsaufgabe 11:

Suchen Sie zu beiden Arten von Delegationsrisiken je zwei weitere Beispiele!

Derartige Delegationsprobleme sind nicht nur im Hinblick auf die laufenden Renditerisiken der Gesellschafter von Bedeutung, sondern selbstverständlich auch im Hinblick auf das Insolvenzeintritts- und -verlustrisiko. Es sind nämlich auch Situationen denkbar – wenn auch keineswegs zwingend –, in denen sich Manager von dem Eintritt der Insolvenz und den dabei möglicherweise auftretenden Verlusten weniger betroffen fühlen als Gesellschafter. Dann aber ist es vorstellbar, dass die Manager in Verfolgung der eigenen Interessen bereit sind, sich eher auf riskante Geschäfte einzulassen, als das im Interesse der Gesellschafter liegt. Diese mögliche Interessendivergenz ist insbesondere im Falle der unbegrenzten persönlichen Haftung der Gesellschafter stark ausgeprägt. Es ist daher auch nicht verwunderlich, dass der Gesetzgeber für diese Konstellationen als Regelfall unterstellt, dass gerade keine Delegation von Entscheidungsbefugnissen stattfindet, sondern die Gesellschafter selbst die Geschäfte ihres Unternehmens führen.

Die *Gläubiger* eines Unternehmens sind durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle ambivalent betroffen. Zum einen sind Verhaltensweisen des Managements denkbar, die sich für Gesellschafter und Gläubiger in ähnlicher Weise nachteilig auswirken. Das wäre etwa bei der besonders luxuriösen Ausgestaltung von Verwaltungsgebäuden, Geschäftsreisen etc. der Fall. Zum anderen kann man sich aber auch Situationen vorstellen, in denen ein von den Gesellschafterinteressen abweichendes Verhalten der Manager den Zielvorstellungen der Gläubiger gerade entgegenkommt. Das wäre zumindest im Hinblick auf einzelne Gläubiger etwa der Fall, wenn Manager Kreditverhandlungen nicht mit der letzten Härte führen und – sei es aus Bequemlichkeit, sei es sogar wegen anderweitig in Aussicht gestellter persönlicher Vorteile – ungünstigere Konditionen in Kauf nehmen, als das bei konsequenten Verhandlungen notwendig gewesen wäre.

Delegationsprobleme
für Gläubiger

Übungsaufgabe 12:

Sie haben in diesem Abschnitt die für Gesellschafter mit der Übertragung geschäftspolitischer Maßnahmen an ein eigenständiges Management verbundenen Risiken kennengelernt. Versuchen Sie nunmehr, unterschiedliche Argumente zu finden, die dennoch dafür sprechen, dass zwischen Gesellschaftern und Management eine Arbeitsteilung vorgenommen wird!

1.3.5 Informationsrisiken

Abbildung 17 vermittelt einen zusammenfassenden Überblick über die verschiedenen Arten bisher erläuterter Gesellschafter- und Gläubigerrisiken und ihre wichtigsten Determinanten. In dieser Darstellung erkennt man unter anderem, dass wir in den zurückliegenden Darstellungen recht unbekümmert zwei grundlegend unterschiedliche Kategorien von Risiken angesprochen haben, nämlich

- zum einen ergebnisbezogene Risiken, d.h. Gefahren, die sich unmittelbar auf den Eintritt „schlechter“ Ergebnisgrößen beziehen (gerasterte Felder), sowie
- zum anderen ursachenbezogene Risiken, d.h. Gefahren, die sich auf die „schlechte Entwicklung“ verschiedener Einflussfaktoren beziehen (nicht gerasterte Felder), die dann möglicherweise auch zur Realisierung ergebnisbezogener Risiken führen *können*, aber nicht zwingend müssen.

Kategorien von
Finanzierungsrisiken

Informationsbedarf für
potentielle Geldgeber

Will sich ein potentieller Geldgeber *vor* der Entscheidung über ein finanzielles Engagement ein Bild von den damit verbundenen Chancen und Risiken verschaffen, so muss er versuchen, die Gesamtheit der durch Abbildung 17 verdeutlichten Zusammenhänge abzuschätzen. Dabei handelt es sich ganz überwiegend um zukunftsbezogene Sachverhalte; also müsste der um eine sachlich fundierte Entscheidung bemühte Geldgeber versuchen, in die Zukunft zu blicken.

Ob Menschen dies überhaupt vermögen, ist allerdings fraglich. Zwar kennen wir aus der Geschichte bis in unsere Zeit hinein zahlreiche Versuche, etwa aus dem Flug der Vögel, dem Stand der Gestirne, den dunklen Worten von Propheten und Sibyllen, Kaffeesatz oder Tarotkarten, Glaskugeln oder Handlinien etwas über die Zukunft zu erfahren. Steht man solchen Verfahren jedoch skeptisch gegenüber, so führt das zu der Erkenntnis, dass wir über alles Zukünftige nichts, absolut nichts *wissen*. Alles was dem Skeptiker verbleibt, ist, Vergangenes mit dem Ziel zu analysieren, dadurch gewisse Aufschlüsse über zukünftige Entwicklungsmöglichkeiten zu gewinnen. Mit der Jahresabschlussanalyse haben Sie in dem Modul „Externes Rechnungswesen“ ja schon ein weit verbreitetes Verfahren kennengelernt, mit dem genau dieses versucht wird. Nur werden es derartige und andere Methoden niemals ermöglichen, zukünftige Entwicklungen *sicher* vorherzusehen.

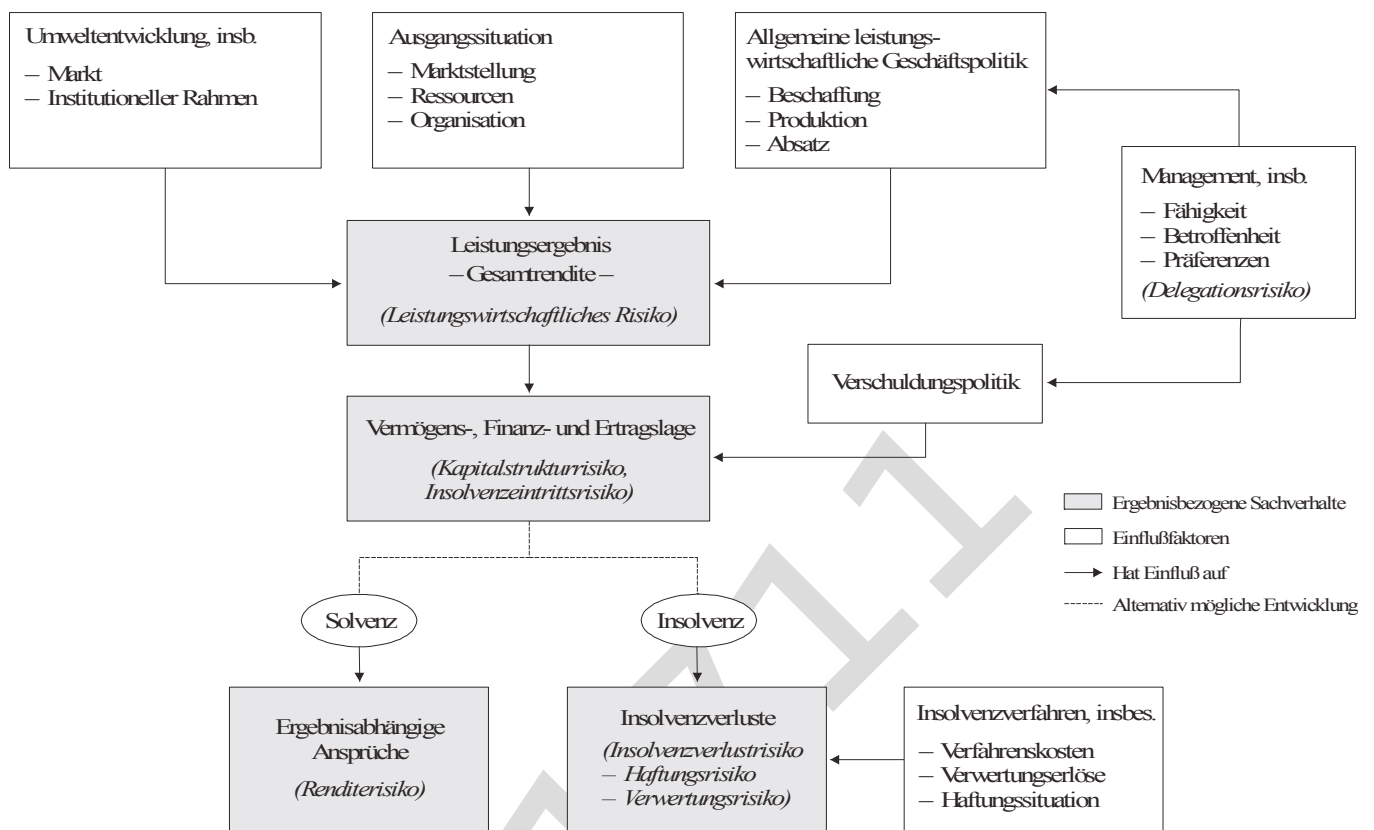


Abbildung 17: Überblick über Gesellschafter- und Gläubigerrisiken

Betrachten wir Abbildung 17 noch einmal unter diesem Gesichtspunkt, so lassen sich zwei grundlegend unterschiedliche Gruppen von Einflussfaktoren unterscheiden, die ein Geldgeber für eine sachlich fundierte Entscheidung abschätzen müsste:

Arten von
Einflussfaktoren auf
Finanzierungsrisiken

– Exogene Sachverhalte

Die unter der Bezeichnung „Umweltentwicklung“ zusammengefassten Einflussfaktoren beziehen sich auf Sachverhalte außerhalb des betrachteten Unternehmens. In der Fähigkeit, deren künftige Entwicklung möglichst treffsicher abzuschätzen, weisen Geldgeber und -nehmer keine systematischen Unterschiede auf. Hier sind Divergenzen in beiden Richtungen ohne weiteres denkbar:

- So kann etwa ein größeres Kreditinstitut durchaus besser über den Touristik-Markt und dessen Entwicklungsmöglichkeiten informiert sein als ein Jungunternehmer, der gerade ein eigenes Reisebüro gegründet hat und um einen Kredit nachsucht.
- Andererseits dürften die meisten Kraftfahrzeughersteller ihre Absatz- und Beschaffungsmärkte sehr viel besser einschätzen können als die Vielzahl ihrer Kleinaktionäre.

– **Unternehmensbezogene Sachverhalte**

Anders verhält es sich hingegen mit den Informationen über die konkrete Ausgangssituation des Unternehmens und die von seinem Management zu erwartende Geschäftspolitik. Im Hinblick auf diese Sachverhalte besteht in aller Regel eine systematische **Informationsasymmetrie** zwischen dem (darüber gut informierten) Geldnehmer und dem (zunächst schlecht oder gar nicht informierten) Geldgeber.

Die ergänzenden Übungsaufgaben 6 (insbes. Teilaufgabe d) und 35 (insbes. Fall b, in Moodle) sowie die Aufgabe 2.23 in dem Übungsbuch von BITZ/EWERT (2011) dienen der Verdeutlichung dieser grundlegenden Informationsproblematik anhand besonders eingängiger Fallkonstellationen.

Geldgeber, die sich dieser grundlegenden Informationsasymmetrie bewusst sind, können selbstverständlich versuchen, den eigenen Informationsstand zu verbessern. Als reales Beispiel für derartige Versuche sei erneut auf die Jahresabschlussanalyse verwiesen. Dabei ist der Geldgeber jedoch weitgehend auf Informationen des geldsuchenden Unternehmens selbst angewiesen. Sei es, dass diese in standardisierter Form generell bereitgestellt werden (wie z.B. Jahresabschlüsse), sei es, dass diese auf speziellen Wunsch eines einzelnen Geldgebers erstellt werden. Dabei dürfte es häufig im Interesse der aktuellen Gesellschafter und/oder des Managements des geldsuchenden Unternehmens liegen,

- die Ausgangssituation des Unternehmens,
- die Qualität und Verlässlichkeit des Managements sowie
- die zu erwartende Geschäftspolitik

in einem besseren Licht erscheinen zu lassen, als sich das aus ihrer eigenen internen (und damit tendenziell zutreffenderen) Sicht wirklich darstellt.

Ursache und Definition
des Informationsrisikos

Als Folge der für finanzielle Beziehungen grundlegenden Informationsasymmetrie ist ein neuer Geldgeber somit systematisch der Gefahr ausgesetzt, dass er sich für ein finanzielles Engagement entscheidet, zu dem er nicht bereit gewesen wäre, wenn ihm die Informationen vollständig vorgelegen hätten, die ihm als Unternehmensinsider verfügbar gewesen wären. Wir wollen diese Gefahr als **Informationsrisiko** bezeichnen.¹⁾

1 Um möglichen Missverständnissen vorzubeugen, sei darauf hingewiesen, dass sich das Informationsrisiko in dem hier definierten Sinne nicht generell auf die Gefahr bezieht, dass sich die später tatsächlich eintretende Geschäftsentwicklung schlechter darstellt, als die Geldgeber das ursprünglich erwartet hatten. Das Informationsrisiko in dem hier definierten Sinne bezieht sich vielmehr darauf, dass der Geldgeber aufgrund unvollständiger und einseitig gefärbter Informationen seitens des Unternehmens über grundsätzlich bekannte Sachverhalte die mit dem Engagement verbundenen Rendite- und Konkursrisiken falsch einschätzt.

Im einzelnen könnte sich dieses Risiko etwa in dem Versuch der Geschäftsleitung manifestieren, dem potentiellen neuen Geldgeber zu verschweigen, dass

- wegen fehlerhafter Lieferungen in den vergangenen Monaten Regressansprüche von ganz erheblicher Größenordnung auf das Unternehmen zukommen können,
- sich das Unternehmen in erheblichem Umfang in äußerst riskanten Devisen- und Warentermingeschäften engagiert hat,
- die für die Marktstellung des Unternehmens grundlegend bedeutsame Schutzwirkung eines Patentes in Kürze ausläuft,
- ein nennenswerter Teil des bislang sehr erfolgreichen Führungsteams zum Jahresende das Unternehmen verlassen wird,
- dem allmählich ins Alter kommenden geschäftsführenden Gesellschafter in letzter Zeit zunehmend deutliche Führungsfehler unterlaufen sind,
- beabsichtigt ist, die bisherige Absatztätigkeit auf einem „sehr ruhigen“ Markt zu Gunsten hochspekulativer Wertpapiergeschäfte aufzugeben, oder
- eine drastische Veränderung des Verschuldungsgrades vorbereitet wird etc.

Beispiele für Informationsrisiken

Ein umsichtiger Geldgeber wird sich allerdings auch derartiger Möglichkeiten bewusst sein und versuchen, die Informationsasymmetrie abzubauen. Nichtsdestoweniger verbleibt – gewissermaßen als zweite Stufe des Informationsrisikos – die Gefahr, dass sich ein Geldgeber *gegen* ein eigentlich vorteilhaftes Engagement entscheidet, nur weil es seinen Verhandlungspartnern nicht gelungen ist, sein Misstrauen abzubauen und ihn davon zu überzeugen, dass die Lage des Unternehmens auch wirklich der von ihnen gegebenen positiven Darstellung entspricht. Angesichts dieses Umstandes sind somit durchaus Konstellationen denkbar, in denen ein Abbau von Informationsasymmetrien nicht nur im Interesse des Geldgebers, sondern auch der Geldnehmer liegt.

Abbau von Informationsasymmetrien

1.3.6 Resümee und Ausblick

Erklärungsaufgabe

Wie wir zumindest in gewissen Grundzügen verdeutlicht haben, sind Finanzierungsverträge für die jeweiligen Geldgeber mit einer Fülle von Risiken unterschiedlichster Art verbunden. Soweit die Geldgeber sich dieser Risiken bewusst sind – und davon kann im Bereich der Unternehmensfinanzierung üblicherweise, wenn auch nicht ausnahmslos, wohl ausgegangen werden –, werden sie bestrebt sein, sich gegen diese Risiken zu schützen. Die vorstehenden Ausführungen stellen somit in zweifacher Hinsicht ein wichtiges Grundelement finanzierungstheoretischer Überlegungen dar. Sie liefern nämlich zum einen den Ansatzpunkt, eine Vielzahl der auf den Finanzmärkten tatsächlich zu beobachtenden Phänomene zu *erklären*. Es dürfte nicht übertrieben sein, zu sagen, dass die betriebswirtschaftliche Finanzierungslehre erst durch die systematische Einbeziehung von Risikoaspekten den Rang einer über die reine Beschreibung institutioneller Einzelphänomene hinausgehenden anspruchsvollen Theorie erreicht hat.

Übungsaufgabe 13:

Versuchen Sie selbst einmal, drei auf den konkret existierenden Finanzmärkten real anzutreffende Phänomene zu finden, die ohne Rückgriff auf Risikoüberlegungen nur äußerst schwer oder gar nicht erklärt werden könnten!

Gestaltungsaufgabe

Zum anderen sind Risikoaspekte der zuvor dargelegten Art aber auch für die *Gestaltung* von Finanzierungsverträgen von Bedeutung. Wir werden darauf im weiteren Verlauf dieses Kurses noch zu sprechen kommen.

Bei der Bewertung der mit einem Finanzierungsvertrag verknüpften Risiken ergibt sich *ein* für den Geldgeber wichtiges Moment aus der Frage, inwieweit die Möglichkeit besteht, sich aus dem entsprechenden finanziellen Engagement früher als ursprünglich vereinbart oder geplant zu lösen. Dies kann grundsätzlich auf zwei Wegen geschehen,

- zum einen durch eine **Kündigung** seitens des Geldgebers oder aber
- zum anderen im Wege der entgeltlichen **Übertragung** der aus dem ursprünglichen Finanzkontrakt resultierenden Rechtsposition.

Auf die Bedeutung von Kündigungsmöglichkeiten, die offensichtlich für Geldgeber und -nehmer zugleich unmittelbar relevant sind, werden wir später im Zusammenhang mit einzelnen Finanzierungsinstrumenten noch einmal zurückkommen.

Fragen der Übertragbarkeit scheinen demgegenüber auf den ersten Blick nur den Geldgeber zu berühren. Da dessen Bereitschaft, sich überhaupt auf einen Finanzierungsvertrag einzulassen, unter anderem aber auch von den Übertragungsmöglichkeiten abhängt, gewinnen diese Aspekte letztlich aber auch für die Geldnehmer, also das Finanzmanagement eines Unternehmens Bedeutung. Da in diesem Zusammenhang insbesondere den Gegebenheiten auf den Finanzmärkten ein besonderes Gewicht zukommt, wollen wir einige grundlegende Überlegungen dazu gewissermaßen „vor die Klammer“ ziehen und im Abschnitt 1.4 etwas näher erörtern.

1.4 Finanzmärkte

1.4.1 Übertragbarkeit und Fungibilität von Finanztiteln

Im Rahmen der bisherigen Ausführungen haben Sie im Zusammenhang mit der Außenfinanzierung und der Systematisierung der Finanzierungsrisiken bereits die Begriffe „Finanzkontrakt“ und „Finanzmarkt“ kennengelernt. Wir wollen den Begriff des Finanzmarktes nun etwas näher betrachten und darunter zunächst die Gesamtheit der Institutionen und Transaktionen zusammenfassen, die sich auf

Definition Finanzmarkt

- den ursprünglichen *Abschluss* von **Finanzkontrakten**, die auf den Austausch von Zahlungsmitteln gerichtet sind, sowie
- die weitere entgeltliche *Übertragung* der aus solchen Finanzkontrakten resultierenden Rechtspositionen (sog. **Finanztitel**)

beziehen. Diese Definition weist bereits auf zwei grundlegende Segmente des Finanzmarktes hin:

1. Der **Primärmarkt** ist dadurch gekennzeichnet, dass zwischen einem Geldgeber und Geldnehmer ein „neuer“ Finanzkontrakt abgeschlossen wird. Beispiele wären etwa der Darlehensvertrag zwischen einem Unternehmen und einer Bank oder die vertraglichen Vereinbarungen zwischen einer GmbH und einem neu in diese Gesellschaft eintretenden Gesellschafter. Die Gesamtheit der Rechte (und ggf. auch noch gewisse Pflichten), die dem Geldgeber aus einem solchen Finanzkontrakt erwachsen, bezeichnet man auch als Finanztitel.
2. Derartige Finanztitel können unter bestimmten Voraussetzungen von dem ersten Inhaber an eine andere Person veräußert werden, von dieser an einen Dritten etc. So entsteht ein **Sekundärmarkt**, auf dem verkaufswillige Inhaber von Finanztiteln als Anbieter und Geldanleger als Nachfrager auftreten.

Grundlegende Segmente des Finanzmarktes

Differenzierung des Sekundärmarktes

Für die hier zu untersuchende Frage der Übertragbarkeit von Finanztiteln ist offensichtlich in erster Linie der Sekundärmarkt von Bedeutung. Wir wollen diesen Teilmarkt daher etwas näher betrachten. Bei dem Versuch, diesen Markt weiter in verschiedene Segmente zu differenzieren, kann an unterschiedlichen Kriterien angesetzt werden, die sich

- teils auf Eigenschaften der Kontrakte bzw. Titel beziehen,
- teils auf Eigenschaften der auf diesen Märkten auftretenden Akteure,
- teils auf die institutionelle Ausgestaltung des Marktes selbst.

In dem hier zu untersuchenden Zusammenhang interessieren dabei vor allem sämtliche Umstände, die mit der Übertragbarkeit von Finanztiteln zusammenhängen. Die Differenzierung nach der rechtlichen **Übertragbarkeit** von Finanztiteln (vgl. Abbildung 18) führt zunächst zu der Unterscheidung zwischen

- grundsätzlich übertragbaren Titeln und
- solchen aus Finanzkontrakten resultierenden Rechtspositionen, die überhaupt nicht an Dritte übertragbar sind, so wie das etwa bei der Position eines OHG-Gesellschafters der Fall ist.

Sekundärmärkte kann es offensichtlich nur im ersten Fall geben. Hier ergibt sich eine weitere Differenzierung danach, ob

- die Rechtsposition des Geldgebers in einer Urkunde verbrieft ist, die als **Wertpapier** zu qualifizieren ist, oder
- eine derartige Verbriefung nicht stattgefunden hat.

Finanztitel mit Wertpapiercharakter

Was ein Wertpapier ausmacht, kann anhand unterschiedlicher Merkmale definiert werden. Daher existiert keine einheitliche Definition eines Wertpapiers. In Anlehnung an eine besonders häufig verwendete Definition wollen wir Wertpapiere hier grundsätzlich anhand ihrer Legitimationswirkung abgrenzen. Nach dieser Definition liegt ein Wertpapier dann vor, wenn darin verbrieft Rechte nur ausgeübt werden können, wenn das Wertpapier selbst vorgelegt wird.¹⁾ Für die hier interessierende Frage der Übertragbarkeit von Finanztiteln ist dieses definitorische Merkmal eines Wertpapiers allerdings nur von begrenzter Aussagekraft, da Wertpapiere je nach ihrer konkreten Ausgestaltung noch in unterschiedlicher Weise

1 Eine Ausnahme von diesem Grundsatz bildet lediglich das sogenannte Aufgebotsverfahren gemäß §§ 1003 ff. Zivilprozeßordnung, das es unter bestimmten Voraussetzungen erlaubt, auch bei Verlust eines Wertpapiers die darin verbrieften Rechte wahrzunehmen. Auch Namensaktien fallen strenggenommen nicht unter den so definierten Wertpapierbegriff (Vgl. dazu Abschnitt 2.2.2).

übertragen werden können. Zunächst einmal können die verbrieften Rechte zwar bei allen Wertpapieren im Wege der Abtretung übertragen werden. Mit dem Eigentum an den Rechten geht dann das Eigentum an der Urkunde über. Wertpapiere unterscheiden sich aber darin, welche zusätzlichen Möglichkeiten daneben bestehen, über die verbrieften Rechte zu verfügen. Nach solchen zusätzlichen Verfügungsmöglichkeiten lassen sich die folgenden drei Wertpapierarten unterscheiden (vgl. Abbildung 18):

- **Inhaberpapiere** weisen nicht den Namen des Berechtigten aus. Das verbrieft Recht kann vereinfachend durch Übereignung der Urkunde übertragen werden. Dazu bedarf es gemäß § 929 BGB neben der Einigung auch der *Übergabe* des Wertpapiers. Hat der bisherige Eigentümer das Wertpapier bei einem Dritten zur Verwahrung hinterlegt, so kann die Übergabe allerdings gemäß § 931 BGB durch die *Abtretung des Herausgabeanspruchs* gegenüber dem Verwahrer erfolgen. Dies ermöglicht einen sehr einfachen Handel von Inhaberpapieren oder genauer gesagt, von in Inhaberpapieren verbrieften Rechtspositionen.
- **Orderpapiere** lauten zunächst auf den Namen einer bestimmten Person. Diese kann das in der Urkunde verbrieft Recht vereinfachend durch Übereignung an einen Dritten übertragen. Voraussetzung dafür ist die „Indossierung“ der Urkunde. Als Indossament bezeichnet man den Übertragungsvermerk auf der Rückseite der Urkunde („in dosso“ = auf dem Rücken), durch den der bisherige Eigentümer die Übertragung des Eigentums an seinen Nachfolger unter Angabe von dessen Namen vermerkt.
- **Namenspapiere** (Rektapapiere) lauten ausschließlich auf den Namen einer bestimmten Person; eine Übereignung mittels Indossierung ist ausgeschlossen. Das verbrieft Recht kann in diesem Fall ausschließlich durch Abtretung des Rechts gemäß §§ 398 bis 413 BGB übertragen werden.

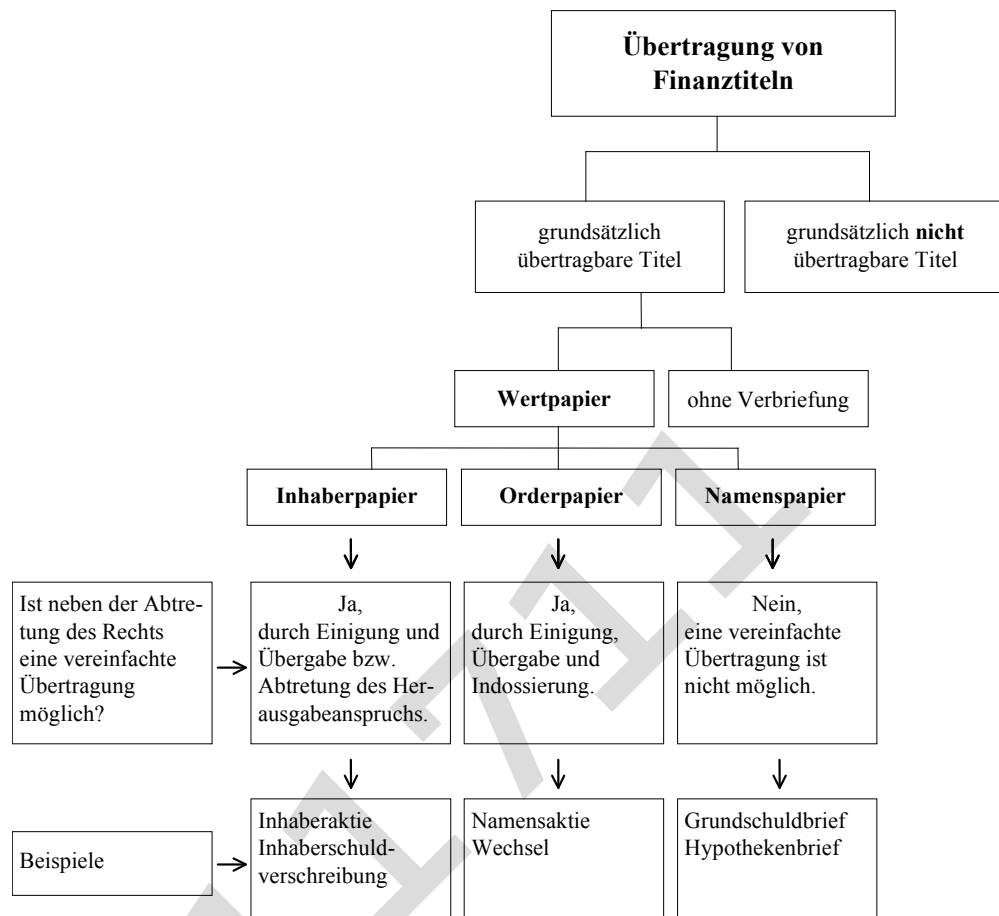


Abbildung 18: Übertragbarkeit von Finanztiteln

Finanztitel ohne
Wertpapiercharakter

Nicht in der Form von Wertpapieren ausgestaltete Forderungen und sonstige Rechte können grundsätzlich nur nach den in der Handhabung weniger einfachen Vorschriften der §§ 398 bis 413 BGB übertragen werden, sofern dies nicht – so wie bei der Position eines OHG-Gesellschafters – generell ausgeschlossen ist. Die Abtretung vollzieht sich ohne Mitwirkung des Schuldners oder des ansonsten Verpflichteten, es sei denn, dass bei Abschluss des zugrundeliegenden Finanzkontraktes eine spätere Übertragung vertraglich gänzlich ausgeschlossen oder an die Zustimmung des Vertragspartners gebunden worden ist.

Ohne auf weitere rechtliche Details einzugehen, dürfte erkennbar geworden sein, dass eine wichtige – wenn auch nicht zwingend notwendige – Voraussetzung für einen gut funktionierenden Sekundärmarkt von Finanztiteln in deren Verbriefung als Inhaber- oder Orderpapier besteht. Eine zweite wichtige Voraussetzung stellt die **Fungibilität** im Sinne von § 91 BGB dar. Als fungibel (oder auch „vertretbar“) werden Wertpapiere dann bezeichnet, wenn von ihnen eine Vielzahl gleichartiger „Stücke“ anzutreffen ist, so dass sie bei genauer Bezeichnung des Wertpapiers im Geschäftsverkehr einfach nach ihrer Zahl gehandelt werden können und es gar nicht darauf ankommt, welche konkrete Einzelurkunde übertragen wird. So wird es dem Käufer von VW-Aktien im Allgemeinen gleichgültig sein, ob er da-

bei die Aktie mit der Nummer 4711 oder mit der Nummer 0815 erwirbt, beide verbriefen ja exakt dieselben Rechte.¹⁾

Der Wechsel stellt demgegenüber den Prototyp für ein Wertpapier dar, das zwar übertragbar, aber gerade nicht fungibel in dem hier definierten Sinne ist. Nichtsdestoweniger gibt es auch für Wechsel, die bestimmte Qualitätsanforderungen erfüllen, durchaus einen Sekundärmarkt. Wir sehen daran, dass Fungibilität im rechtlichen Sinne keine zwingende Voraussetzung für die Existenz von Sekundärmärkten ist.

Die folgenden Ausführungen wollen wir allerdings trotzdem auf den Handel fungibler Inhaber- und Orderpapiere beschränken und dabei insbesondere auf die sogenannten **Effekten** eingehen. Darunter versteht man fungible Wertpapiere, die börsenmäßig gehandelt werden.

Damit ist ein weiteres Differenzierungskriterium von Sekundärmärkten, nämlich der **Organisationsgrad** des Marktes, angesprochen. Man unterscheidet hier häufig zwischen „hoch“ und „niedrig“ organisierten Märkten, ohne dass klare Grenzziehungen zwischen diesen beiden Enden eines eher als Kontinuum denkbaren Spektrums möglicher Ausgestaltungsformen von Finanzmärkten erkennbar sind. Wir wollen uns hier darauf beschränken, einige wichtige Merkmale zu verdeutlichen, bei deren Vorliegen man tendenziell von einem *hohen* Organisationsgrad spricht:

Weitere Differenzierung
des Sekundärmarktes

- Es sind institutionelle Vorkehrungen getroffen, die es den Anbietern und Nachfragern von Finanztiteln leicht möglich machen, einen jeweils „passenden“ Vertragspartner zu finden.
- Der Vertragsabschluss, insbesondere die Festlegung von Preisen und sonstigen Konditionen, erfolgt ebenfalls in einem zügigen, zeitsparenden Verfahren.
- Auch für die effektive Vertragsabwicklung, also z.B. die Übereignung eines Wertpapiers und die Zahlung des Kaufpreises, stehen standardisierte und kostensparende Mechanismen bereit.
- Es sind Vorkehrungen getroffen, die die Marktteilnehmer in einem gewissen Ausmaß vor der Gefahr schützen sollen, dass der Vertragspartner die vereinbarte Leistung de facto doch nicht erbringt, also etwa der Verkäufer eines Wertpapiers dieses gar nicht liefert.

Merkmale hoch
organisierter
Finanzmärkte

1 Erneut muss auf Mehrdeutigkeiten im allgemeinen Sprachgebrauch hingewiesen werden. „Fungibilität“ wird nämlich außer in dem hier definierten, an § 91 BGB orientierten, *rechtlichen* Sinn auch noch als allgemeine Kennzeichnung der *faktischen* Eigenschaft von Gütern, Wertpapieren etc., leicht handelbar zu sein, gebraucht.

- Den Marktteilnehmern werden zudem Möglichkeiten geboten, sich schnell und kostengünstig sowohl über die Marktentwicklung insgesamt (Kurse, Umsätze) als auch über die Qualitätsmerkmale der gehandelten Titel und ihrer Emittenten zu informieren.

Vorteile hoch
organisierter
Finanzmärkte

Es ist unmittelbar einsichtig, dass ein Sekundärhandel umso leichter und problemloser abgewickelt werden kann, je deutlicher die genannten Merkmale ausgeprägt sind. Unternehmen, die sich durch die Ausgabe von Wertpapieren finanzieren, die anschließend an einem in diesem Sinne hoch organisierten Markt gehandelt werden, können dadurch Vorteile zweifacher Art erreichen:

- Zum einen dürfte angesichts der jederzeitigen, problemlosen Übertragbarkeit eine größere Zahl potentieller Geldgeber bereit sein, sich auf ein entsprechendes Engagement einzulassen. Mithin können auch größere Finanzierungsvolumina realisiert werden.
- Zum anderen ist es möglich, dass die Geldgeber aus demselben Grund bereit sind, aus Geldgebersicht etwas schlechtere „Konditionen“ im Vergleich zu einem nicht an einem hoch organisierten Markt gehandelten Wertpapier zu akzeptieren, z.B. einen niedrigeren Zins bei einem festverzinslichen Wertpapier.

Nachteile hoch
organisierter
Finanzmärkte

Diesen Vorteilen stehen allerdings auch Nachteile gegenüber, die zum einen aus den Kosten resultieren, die mit der Emission von Wertpapieren verbunden sind, zum anderen aus den Anforderungen, die erfüllt sein müssen, damit die emittierten Wertpapiere überhaupt von den zuständigen Instanzen zum Handel an einem hochorganisierten Sekundärmarkt zugelassen werden. Wir werden auf beide Aspekte im weiteren Verlauf dieses Kurses noch einmal zurückkommen.

Für das Finanzsystem der Bundesrepublik Deutschland stellen die **Wertpapierbörsen** den Prototyp eines hochorganisierten Sekundärmarktes für Finanztitel dar. Wir werden uns damit im Folgenden Abschnitt etwas näher beschäftigen.

1.4.2 Wertpapierbörsen

In Deutschland fungieren die Wertpapierbörsen als Sekundärmärkte für Wertpapiere. Sie dienen also nur dem Umschlag zuvor ausgegebener Wertpapiere.¹⁾ Die erstmalige Ausgabe der Wertpapiere, also das Primärmarktgeschäft, wird demgegenüber in Deutschland nicht über die Börse abgewickelt.²⁾ Zudem ist der börsenmäßige Handel von Terminkontrakten³⁾ an der seit 1998 unter „Eurex Deutschland“ firmierenden Terminbörse möglich. Wir werden uns in diesem Kurs jedoch ausschließlich auf börsenmäßige „Kassageschäfte“ beschränken, d.h. auf solche Geschäfte, bei denen die Erfüllung des vereinbarten Wertpapiergeschäftes (Lieferung der Wertpapiere und Zahlung des Kaufpreises) unmittelbar auf die entsprechende Vereinbarung folgt.

Deutsche Börsenplätze

Der Handel an den acht Börsenplätzen in Deutschland (Berlin, Bremen, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart) wird durch zwei Gruppen von Marktteilnehmern abgewickelt:

Marktteilnehmer

- Die **Händler** geben auf eigene Rechnung oder für ihre Kunden Kauf- und Verkaufsaufträge „in den Markt“. In Deutschland handelt es sich bei den Händlern ganz überwiegend um Bankiers oder Angestellte von Banken.
- Die **Makler** nehmen von den Händlern Aufträge entgegen, bemühen sich um den Ausgleich von Kauf- und Verkaufsaufträgen und stellen die entsprechenden Börsenkurse fest. Die von den Börsenorganen eingesetzten sogenannten Skontroführer⁴⁾ vermitteln dabei nur in den ihnen von den zuständigen Börsenorganen übertragenen Wertpapieren und stellen deren Kurse

1 Aus Sicht der Anleger kommt den Börsen somit primär die Funktion zu, möglichst schnell und mit möglichst niedrigen Transaktionskosten einen (sekundären) Handel in Wertpapieren zu ermöglichen, also Kauf- und Verkaufsinteressenten zusammenzuführen.

2 Die Emissionsfinanzierung als Primärgeschäft vollzieht sich entgegen landläufiger Vorstellungen gerade *nicht* im Rahmen der Wertpapierbörsen. Grundsätzlich besteht zunächst die Möglichkeit, dass der Emittent alle mit der Emission verbundenen Aktivitäten selbst organisiert. Diese Form der sogenannten „Selbstemission“ oder „direkten Emission“ ist in Deutschland allerdings nur bei Ausgabe eigener Aktien durch Kreditinstitute üblich. Andere Unternehmen bedienen sich demgegenüber ebenso wie die öffentlichen Haushalte der sogenannten „Fremdemission“ oder „indirekten Emission“, bei der eine einzelne Bank oder in der Regel ein Bankenkonsortium einen Großteil der mit der Emission verbundenen Aktivitäten übernimmt und dabei insbesondere das eigene Filialnetz als Absatzkanal bereitstellt.

3 Terminkontrakte sind dadurch gekennzeichnet, dass zwischen der *Vereinbarung* eines bestimmten Geschäftes und der effektiven *Durchführung* ganz bewußt mehr Zeit liegt, als zur rein technischen Durchführung nötig ist.

4 Skontroführer haben nach Inkrafttreten des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes von 2002 die Aufgaben der bis dahin als amtliche Kursmakler beschäftigten Mitarbeiter der Börsen übernommen.

amtlich fest. Geschäfte für eigene Rechnung sind ihnen nur insoweit erlaubt, wie dies zu einem Spitzenausgleich bei den ihnen erteilten Aufträgen nötig ist (s. u.). Die **freien Makler** agieren demgegenüber außerhalb des amtlichen Handels und können auch Geschäfte auf eigene Rechnung abschließen, also zugleich auch als Händler auftreten. In dem 1997 an der Frankfurter Wertpapierbörse in Betrieb genommenen elektronischen Handelssystem XETRA (Exchange electronic Trading) wird die Maklerfunktion nicht mehr durch dazu bestellte Personen, sondern das elektronische System selbst wahrgenommen.

Varianten der
Kursfeststellung

Bezüglich der Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsaufträgen und der dabei erfolgenden Kursfeststellung sind an den deutschen Börsen zwei Varianten zu beobachten:

(1) **Handel zum Einheitskurs**

Beim Handel zum Einheitskurs (gelegentlich auch als Auktion bezeichnet) sammelt der zuständige Makler bzw. das elektronische Handelssystem während eines bestimmten Zeitraums alle bei ihm einlaufenden Aufträge, die

Auftragsarten

- entweder auf einen bestimmten Höchst- oder Mindestkurs limitiert sein können
- oder ohne ein solches Limit als „Bestensorder“ (bei Verkaufsaufträgen) oder „Billigstorder“ (bei Kaufaufträgen) erteilt werden können.

Dann wird nach dem sog. **Meistausführungsprinzip** der Kurs festgestellt, bei dem die Anzahl der umsetzbaren Wertpapiere am größten ist. Folgendes Beispiel verdeutlicht dieses Vorgehen an einem einfachen Fall.

Beispiel 4:

Zu einem Wertpapier liegen unlimitierte Verkaufsaufträge über 127 Stück und unlimitierte Kaufaufträge über 198 Stück vor. Außerdem liegen auf die Kurse 310, 311, 312 und 313 GE limitiert jeweils 87, 112, 68 und 93 Verkauforders bzw. 89, 72, 101 und 75 Kauforders vor.

Daraus kann folgende Angebots-Nachfrage-Tabelle abgeleitet werden:¹⁾

1 In nachfolgender Tabelle ist zeilenweise zusammengestellt, welche Stückzahl des betrachteten Wertpapiers Anbieter und Nachfrager zu einem jeweils vorgegebenen Preis zu verkaufen bzw. zu kaufen bereit sind. Zu einem Kurs von z.B. 311 wären alle Anbieter zum Verkauf bereit, die unlimitierte oder auf 311 oder niedriger limitierte Verkaufsaufträge erteilt haben ($127 + 87 + 112 = 326$), und alle Nachfrager zum Kauf bereit, die unlimitierte oder auf 311 oder höher limitierte Kaufaufträge erteilt haben ($198 + 72 + 101 + 75 = 446$).

Kurs	Angebot	Nachfrage	mögl. Umsatz
unter 310	127	535	127
310	214	535	214
311	326	446	326
312	394	374	374
313	487	273	273
über 313	487	198	198

Die maximale Aktienzahl könnte offensichtlich beim Kurs von 312 umgesetzt werden.

Zu diesem Kurs könnten

- alle unlimitierten Aufträge,
- alle höher als 312 limitierten Kauforders,
- alle niedriger als 312 limitierten Verkauforders,
- alle genau auf 312 limitierten Kauforders,
- jedoch nur ein Teil (48) der insgesamt 68 genau auf 312 limitierten Verkauforders durchgeführt werden.

Für das „Abarbeiten“ der Kauf- und Verkaufsaufträge nach Feststellung des Einheitskurses gilt allgemein folgende **Erfüllungsregel**:¹⁾ Bei einem im amtlichen Handel festgestellten Einheitskurs haben alle Auftraggeber einen Anspruch auf Ausführung, die

Ausführungsanspruch

- unlimitierte Orders oder
- höher als auf den Einheitskurs limitierte Kaufaufträge oder
- niedriger als auf den Einheitskurs limitierte Verkaufsaufträge

erteilt haben. Lediglich im Hinblick auf die genau auf den Einheitskurs limitierten Orders kann es – so wie in dem letzten Beispiel – zu Angebots- oder Nachfrageüberhängen kommen. Häufig sind die Kursmakler allerdings bemüht, derartige „Spitzen“ zu vermeiden, indem sie gerade in einem solchen Ausmaß Eigengeschäfte abschließen, dass auch alle genau auf den Einheitskurs limitierten Aufträge durchgeführt werden können.

1 Abweichungen von dieser Regel ergeben sich nur, wenn die Zahl der unlimitierten Aufträge auf einer Seite größer ist als die Zahl *sämtlicher* Aufträge der entgegengesetzten Marktseite oder auf beiden Seiten nur unlimitierte Orders vorliegen. An dieser Stelle soll auf diese Ausnahmefälle nicht näher eingegangen werden.

Kurszusätze

Welche Konstellation im Einzelfall vorgelegen hat, wird durch folgende Kurszusätze verdeutlicht:

- b („bezahlt“):¹⁾ Zu dem so bezeichneten Kurs konnten effektiv Wertpapiere umgesetzt werden. Dabei waren Angebot und Nachfrage – ggf. nach einer entsprechenden Intervention des Maklers – genau ausgeglichen; also haben auch die Auftraggeber *aller* genau auf den Einheitskurs limitierten Aufträge einen Anspruch auf Ausführung.
- bG („bezahlt und Geld“): Es ist ein Nachfrageüberhang verblieben; von den genau auf den Einheitskurs limitierten Orders müssen also sämtliche Verkaufsaufträge, nicht jedoch alle Kaufaufträge durchgeführt werden.
- bB („bezahlt und Brief“): Es ist ein Angebotsüberhang verblieben; von den genau auf den Einheitskurs limitierten Orders müssen also sämtliche Kaufaufträge, nicht jedoch alle Verkaufsaufträge durchgeführt werden.

Übungsaufgabe 14:

Gehen Sie von den Daten des letzten Beispiels aus!

- a) Wie würde die Kursnotiz lauten, wenn der Makler keinen Spitzenausgleich vornehmen würde?
- b) Welchen zusätzlichen Auftrag müsste der Makler als Eigengeschäft einbringen, damit es bei unverändertem Kurs zu einer glatten „bezahlt“-Notierung käme?
- c) Beantworten sie die Fragen a) und b) noch einmal für den Fall, dass über die im Beispiel genannten Aufträge hinaus zusätzlich ein auf den Kurs von 309 limitierter Verkaufsauftrag über 70 Wertpapiere vorliegt!

Weitere Kurszusätze

Beim börsenmäßigen Handel von Aktien findet man neben den zuvor erläuterten Kürzeln aus bestimmten Anlässen weitere Kurszusätze, die in der Regel die Funktion haben, auf einen primär technisch bedingten Kursabschlag gegenüber dem Vortag hinzuweisen. Insbesondere sind zu nennen:

- ex D („ex Dividende“): Die Aktie wird erstmals ohne den Anspruch auf die Dividendenzahlung für das zurückliegende Geschäftsjahr notiert.

1 Häufig wird auf den reinen Zusatz ‚b‘ verzichtet. Eine Kursangabe ohne jeden Zusatz verdeutlicht somit stets einen „Bezahlt-Kurs“.

ex BR („ex Bezugsrecht“): Die Aktie wird erstmals ohne das im Hinblick auf eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen vorgesehene Bezugsrecht notiert; vgl. Abschnitt 2.2.3 (2).

ex BA („ex Berichtigungsaktien“): Die Aktie wird erstmals nach der Ausgabe von Gratisaktien im Zuge einer nominellen Kapitalerhöhung notiert; vgl. Abschnitt 2.2.3 (1).

(2) Handel zu fortlaufenden Kursen

Neben dem Handel zum Einheitskurs wird an den acht traditionellen deutschen Börsen als zweite Verkehrsform der Handel zu fortlaufenden Kursen (auch „variable Notiz“ oder ähnlich genannt) praktiziert. Dazu nehmen die Makler bzw. das elektronische Handelssystem ständig Kauf- und Verkaufsaufträge entgegen und führen sofort einen Abschluss herbei, sobald die bei ihnen eingegangenen Aufträge dies erlauben. Die dabei erzielten Kurse werden jeweils sofort angezeigt, so dass während einer Börsensitzung eine je nach der Umsatzhäufigkeit mehr oder weniger lange Liste unterschiedlicher Kurse entsteht, die recht anschaulich die Entwicklung der Markttendenz verdeutlicht.

Ständige Vermittlung
von Einzelaufträgen

In der Berichterstattung über den fortlaufenden Handel werden allerdings häufig nur vier Kurse, nämlich der erste, der höchste, der niedrigste und der letzte angegeben. Bei dem ersten Kurs kann es sich dabei je nach Marktlage auch um einen nach dem Prinzip der Einheitskursberechnung festgestellten „Eröffnungskurs“ handeln.

Für die größte deutsche Wertpapierbörse, die Frankfurter Wertpapierbörse, besteht die Möglichkeit, Kursnotizen für jede an dieser Börse notierte Aktie im fortlaufenden Handel festzustellen, da das Mindestvolumen für eine Kursfeststellung im fortlaufenden Handel auf ein Stück abgesenkt wurde. Diese Usance gilt aber keineswegs für alle deutschen Wertpapierbörsen. Zudem wird für die meisten Anleihen ausschließlich ein Einheitskurs bestimmt.

Standardisierung

Regelungen der zuvor dargestellten Art sollen dazu beitragen, die grundlegende Funktion von Wertpapierbörsen zu erfüllen, die darin besteht, den Austausch von Finanztiteln durch die Senkung von Informations- und sonstigen Transaktionskosten zu vereinfachen. Dazu dienen etwa

- die Standardisierung der gehandelten Titel,
- die Festlegung der Einzelheiten des Handelsverfahrens,

Maßnahmen
zur Erfüllung
der Börsenfunktionen

- die Sicherung einer gewissen Mindestbonität der Marktteilnehmer durch Festlegung von Zulassungsregeln oder
- die Festlegung bestimmter Börsenzeiten.

Die in den letzten Jahren eingetretenen Fortschritte in der Kommunikations- und Datenverarbeitungstechnik lassen allerdings immer stärker das Bild computergestützter Handelssysteme und eines entsprechenden Börsenhandels „rund um die Uhr“ erkennbar werden.

Die technische Abwicklung der börsenmäßig vermittelten Wertpapiergeschäfte gestaltet sich im allgemeinen recht einfach, da die effektiven Wertpapierurkunden ganz überwiegend bei einer Spezialbank, der Clearstream Banking AG Frankfurt, verwahrt werden. Die Übertragung des Eigentums von dem Verkäufer an den Käufer erfolgt dabei nicht durch die effektive Übergabe der Urkunde, sondern rein buchtechnisch durch die Abtretung des Herausgabeanspruchs gegenüber dem Verwahrer (s. o. Abschnitt 1.4.1).

2 Außenfinanzierung durch Eigenfinanzierung

2.1 Systematisierung der Instrumente der Eigenfinanzierung

Im Gegensatz zur Innenfinanzierung resultiert der Zufluss an Zahlungsmitteln im Rahmen der Außenfinanzierung aus gesonderten, außerhalb des betrieblichen Leistungs- und Umsatzprozesses stattfindenden Finanztransaktionen (vgl. Abschnitt 1.2.1). Maßnahmen der Eigenfinanzierung (gelegentlich auch „Einlagen-“ oder „Beteiligungsfinanzierung“ genannt) sind dabei dadurch gekennzeichnet, dass dem Unternehmen

- durch die bisherigen Gesellschafter (oder den bisherigen Eigentümer im Fall der Einzelunternehmung) oder
- durch neu eintretende Gesellschafter

Finanzierung durch alte oder neue Gesellschafter

Vermögen zugeführt wird, ohne dass sich damit zugleich die Verbindlichkeiten erhöhen. Die Zuführung der Vermögenswerte kann, wie Sie bereits aus Abschnitt 1.2.1 der Kurseinheit 1 wissen,

- in Form von Bareinlagen, d.h. durch Zuführung von Zahlungsmitteln, oder
- in Form von Sacheinlagen (z.B. Übertragung eines Grundstücks, eines Kraftfahrzeugs etc. aus dem Privatvermögen eines Gesellschafters in das Unternehmensvermögen)

erfolgen. Im Folgenden wollen wir nur noch den Fall der Bareinlagen behandeln.

Die dabei von den Gesellschaftern im einzelnen eingenommene Rechtsstellung hängt – wie Sie ebenfalls bereits aus Kurseinheit 1 wissen – von der Rechtsform des Unternehmens und den speziellen Regelungen des Gesellschaftsvertrages ab. Wie Sie dort schon gesehen haben, kann eine Gesellschafterposition insbesondere durch folgende Kategorien von Rechten und Pflichten verdeutlicht werden:

Rechte und Pflichten von Gesellschaftern

- Ausschüttungs- und Entnahmerechte,
- Mitwirkungs- und Kontrollrechte,
- Einlagepflichten sowie
- Haftungspflichten.

Folgende Abbildung verdeutlicht in Stichworten die in der Praxis häufig, wenn auch keineswegs zwingend, anzutreffenden Ausprägungen dieser Kriterien bei zwei besonders typischen Gesellschafterpositionen, die zugleich die beiden Enden des weiten Spektrums alternativ möglicher Ausgestaltungsformen von Eigenfinanzierungskontrakten markieren. Es ist dies

- der Gesellschafter einer OHG sowie
- der Kleinaktionär, d.h. der Inhaber weniger, voll eingezahlter Aktien einer großen Publikumsgesellschaft.

Falls Ihnen die stichwortartigen Hinweise nicht vollauf verständlich sind, sollten Sie die einschlägigen Passagen in Kurseinheit 1 noch einmal nachlesen.

OHG-Gesellschafter
und Kleinaktionär

Ausstattungsmerkmal	OHG-Gesellschafter	Kleinaktionär
Ausschüttungs- und Entnahmerechte	Individuelles Gestaltungsrecht: <ul style="list-style-type: none"> · Im Außenverhältnis unbegrenzt · Im Innenverhältnis i. d. R. eingeschränkt (vgl. die dispositiven Vorschriften gemäß §§ 121 f. HGB) 	Kein individuelles Gestaltungsrecht: <p>Anteil an der von der Hauptversammlung unter Beachtung der maßgeblichen Ausschüttungssperrvorschriften kollektiv beschlossenen Dividende (vgl. §§ 57– 60 und 150 AktG)</p>
Mitwirkungs- und Kontrollrechte	Mitwirkung an der Geschäftsführung im Rahmen der zwischen den Gesellschaftern vereinbarten Aufgabenverteilung (§ 114 HGB)	<ul style="list-style-type: none"> · Stimmrecht in der Hauptversammlung · Allgemeine Informations- und spezielle Auskunftsrechte (vgl. insbes. §§ 131 und 134 AktG)
Einlagepflichten	Im Gesellschaftsvertrag individuell vereinbar	Bei der Erstaussgabe der Aktien durch die Gesellschaft einseitig festgelegt; Verbot der unter-pari-Emission gem. § 9 AktG
Haftungspflichten	Sowohl im laufenden Geschäftsbetrieb als auch in der Insolvenz volle persönliche Haftung für die Schulden der Gesellschaft (vgl. die zwingende Vorschrift des § 128 HGB)	Keinerlei Haftung für die Schulden der Gesellschaft (abgesehen von dem Ausnahmefall wesentlich unrechtmäßig empfangener Dividende gem. § 62 AktG)

Abbildung 19: Vergleich typischer Gesellschafterpositionen anhand ihrer Ausstattungsmerkmale

Börsennotierte Aktien

Ein landesweit organisierter, allgemein zugänglicher Sekundärmarkt für Gesellschafteranteile besteht in Deutschland de facto nur im Hinblick auf Aktien. Das heißt allerdings nicht, dass sämtliche deutschen Aktien börsenmäßig gehandelt werden können. So waren im Jahre 2005 die Anteile von deutlich unter 20% der rund 15.000 deutschen Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf

Aktien zum Börsenhandel zugelassen.¹⁾ Dies mag daran liegen, dass die überwiegende Mehrzahl der deutschen Aktiengesellschaften die von den zuständigen Börsenstellen geforderten Voraussetzungen für die Zulassung zum Börsenhandel nicht erfüllen oder ein „Gang an die Börse“ von den Eigentümern gar nicht gewünscht wird.

Das Fehlen der Möglichkeit zum börsenmäßigen Handel von GmbH- oder sonstigen Unternehmensanteilen gilt häufig als Ursache für die vielfach als unzureichend erachtete Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen. Zwar erfolgt – wie wir schon gesehen haben – auch bei börsengehandelten Aktiengesellschaften die Erstausgabe der Anteile, also der eigentliche Eigenfinanzierungsvorgang, gerade *nicht* über die Börse; dennoch kann die Börsenzulassung die Finanzierung allgemein – und so auch die Eigenfinanzierung – ganz erheblich erleichtern, wie wir im Abschnitt 1.4.1 schon gesehen haben.

Unzureichende
Eigenkapitalausstattung

Um vor diesem Hintergrund die Möglichkeit der Eigenkapitalbeschaffung für nicht emissionsfähige oder -willige Unternehmen durch Aufnahme neuer Gesellschafter zu erleichtern, existieren **spezielle Finanzierungsgesellschaften**. Erfüllt ein Unternehmen bestimmte Auswahlkriterien, engagieren sich diese Gesellschaften für eine begrenzte Zeit als Gesellschafter bei solchen Unternehmen, die als besonders unterstützungsbedürftig angesehen werden. In der Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik Deutschland hat es mehrere Wellen zur Etablierung solcher Finanzierungsgesellschaften gegeben, die unter den Bezeichnungen Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Anfang der 70er Jahre), Wagnisfinanzierungs- oder Venture-Capital-Gesellschaften (Anfang der 80er Jahre) sowie Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (seit den späten 80er Jahren) bekannt geworden sind. Im Folgenden werden wir uns allerdings nur noch mit der Aktienfinanzierung beschäftigen.

1 Zudem werden zu diesem Zeitpunkt an den deutschen Wertpapierbörsen allerdings auch noch die Aktien von mehreren tausend ausländischen Unternehmen gehandelt.

2.2 Aktien als ausgewähltes Instrument der Eigenfinanzierung

2.2.1 Begriffliche Grundlagen

Bedeutung von „Aktie“

Das Wort „Aktie“ wird in zumindest zwei verschiedenen Bedeutungen verwendet. Zum einen bezeichnet es das abstrakte **Mitgliedschaftsrecht**, das in der Regel in einer Urkunde verbrieft ist, aber auch schon vor der effektiven Ausgabe der Urkunde besteht. Dieses Mitgliedschaftsrecht umfasst nach Maßgabe weiterer Konkretisierungen insbesondere Ansprüche auf

- Teilnahme an und Stimmrecht in der Hauptversammlung,
- Vorlage des Jahresabschlusses in ausführlicher Fassung,
- bestimmte Auskünfte durch den Vorstand,
- Anteil an der von der Hauptversammlung beschlossenen Dividende,
- Bezugsrechte bei der Ausgabe von jungen Aktien, Wandelschuldverschreibungen, Genussscheinen etc.,
- Anteil am Liquidationserlös bei Liquidation der Gesellschaft.

Zum anderen bezeichnet „Aktie“ auch die **Urkunde** selbst. Letztere besteht aus der eigentlichen Aktienurkunde (**Mantel**) und dem **Bogen** (Dividendenscheine und Erneuerungsschein). Der Mantel verbrieft bei der Aktie das erwähnte Mitgliedschaftsrecht. Der Bogen setzt sich zusammen aus den **Coupons**, gegen deren Einreichung die fällige Dividende ausgezahlt wird, sowie einem **Erneuerungsschein**. Sind die Coupons verbraucht, so dient der Erneuerungsschein zum Bezug weiterer Dividendenscheinbögen.

Aktiennennwert
als Schlüsselgröße

Gemäß § 8 Abs. 1 AktG können Aktien in Deutschland entweder auf einen bestimmten Nennwert lauten oder als Stückaktien ausgegeben werden. In dem – in Deutschland bis 1998 ausschließlich zugelassenen – Fall von Nennwertaktien besteht die Möglichkeit, verschiedene Aktiengattungen mit unterschiedlichen Nennwerten parallel auszugeben, also z.B. 5-Euro-Aktien und 1.000-Euro-Aktien. Bei der Ausgabe von Stückaktien besteht diese Möglichkeit, Aktien verschiedener "Größe" auszugeben, demgegenüber gemäß § 8 Abs. 3 Satz 2 nicht mehr. Für die Umstellung von Nennbetrags- auf Stückaktien kann dies etwa bedeuten, dass aus *einer* 5-Euro-Aktie einfach *eine* Stückaktie wird, während aus *einer* bislang parallel dazu bestehenden 1.000-Euro-Aktie nun 200 Stückaktien werden. Letzteres schließt allerdings nicht aus, dass es bei der Verbriefung der 200 Aktien (i. S. v. Mitgliedschaftsrecht) in *einer* Aktienurkunde bleibt.

Wie Sie bereits aus Abschnitt 1.2 der Kurseinheit 1 wissen, kommt

- sowohl dem explizit angegebenen Nennwert bei Nennwertaktien
- als auch dem sich als Quotient aus Grundkapital und der Anzahl ausgegebener Aktien ergebenden fiktiven Nennwert bei Stückaktien

zunächst die Aufgabe zu, den Mindesteinlagebetrag pro Aktie zu definieren und im Fall ausstehender Einlagen damit zugleich das Ausmaß der in diesem Fall noch bestehenden Haftpflicht der Aktionäre.

Daneben erfüllt der **Nennwert** die Funktion **einer Schlüsselgröße**, und zwar in dreifacher Hinsicht:

- *Basis der Kursangabe:* In Deutschland werden Aktienkurse in Euro pro Stück angegeben (Stücknotierung). Die Kursangabe bezieht sich dabei auf eine Aktie mit dem niedrigsten Nennbetrag. Der Kurs einer Aktie mit höherem Nennbetrag ergibt sich dann im Regelfall einfach, indem der notierte Kurs im Verhältnis der Nennbeträge hochgerechnet wird.
- *Basis der Dividendenangabe:* Analog zur Kursangabe wird die Dividende ebenfalls in Euro pro Aktie kleinster Stückelung angegeben.
- *Basis zur Bestimmung von Beteiligungsquoten:* Etliche gesetzliche Vorschriften knüpfen an der Höhe der Beteiligungsquote eines einzelnen Aktionärs an einer Aktiengesellschaft an. Zur Berechnung der entsprechenden Quote ist im Regelfall die Relation der Nennwerte der im Eigentum des betreffenden Aktionärs befindlichen Aktien zur Summe aller Nennwerte, d.h. zum Grundkapital, zu bilden.

Im Fall von Stückaktien werden die beiden erstgenannten Schlüsselungsprobleme offensichtlich gegenstandslos, während es zur Berechnung von Beteiligungsquoten ausreicht, den Quotienten

- aus der Anzahl der Aktien, die dem betrachteten Aktionär gehören, und
- der Gesamtzahl aller ausgegebenen Aktien

zu bilden.

Für verschiedene bilanzanalytische Zwecke wird gelegentlich neben dem Börsenkurs und dem Nennwert einer Aktie ihr Bilanzkurs betrachtet. Der **Bilanzkurs** C_{Bi} bezeichnet das bilanzielle Reinvermögen pro Aktie; er ergibt sich also einfach, indem das Eigenkapital (EK) durch die Anzahl der Aktien (A) dividiert wird:

Bilanzkurs

$$(2) \quad C_{Bi} = \frac{EK}{A} .$$

Im Fall von Nennwertaktien kann C_{Bi} alternativ auch nach folgender Formel ermittelt werden.

$$(3) \quad C_{Bi} = \frac{EK}{GK} \cdot NW .$$

Unter der Voraussetzung, dass alle Aktien den gleichen Nennwert aufweisen, sind beide Formeln äquivalent, da $A \cdot NW = GK$, d.h. $A = \frac{GK}{NW}$.

Formel (3) ist aber auch dann direkt anwendbar, wenn Aktien mit verschiedenen Nennwerten ausgegeben sind.

Der Bilanzkurs einer Aktie kann im Vergleich zum (tatsächlichen oder fiktiven) Nennwert

- größer sein, wenn das ausgewiesene Eigenkapital größer als das Grundkapital ist (durch Rücklagen oder Gewinnvorträge),
- kleiner sein, wenn das Eigenkapital kleiner als das Grundkapital ist (durch Verlustvorträge),
- gleich sein, wenn das Eigenkapital gleich dem Grundkapital ist.

Börsenkurs

Der **Börsenkurs** $C_{Bö}$ der Aktie ist in aller Regel nicht identisch mit dem Bilanzkurs. Wie Sie wissen, ergibt sich der Börsenkurs ja nicht aus bilanziellen Berechnungen, sondern aus dem ständig wechselnden Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage. Dabei ist sehr häufig zu beobachten, dass der Börsenkurs den Bilanzkurs übersteigt. Dieser Befund kann so interpretiert werden, dass „der Markt“ das gesamte Erfolgspotential des betrachteten Unternehmens *höher* veranschlagt als das bilanziell ausgewiesene Reinvermögen. Die gelegentlich als „Marktprämie“ bezeichnete Differenz ($C_{Bö} - C_{Bi}$) kann dann als Indikator dafür angesehen werden, um wie viel „der Markt“ das Erfolgspotential pro Aktie höher einschätzt als das bilanziell auf eine Aktie entfallende Reinvermögen.

Übungsaufgabe 15:

Gegeben sei folgende Bilanz einer AG:

Aktiva	in Mio. Euro		Passiva
Vermögen	150	Grundkapital	30
		Rücklagen	24
		Verbindlichkeiten	96
	<u>150</u>		<u>150</u>

- Wie viele Aktien hat die AG emittiert, wenn alle Aktien auf einen Nennwert von 5 Euro lauten?
- Angenommen, die AG hätte Stückaktien emittiert. Wäre es mit den gesetzlichen Vorschriften vereinbar, dass deren Zahl 40 Mio. (10 Mio.) betrüge? Beachten Sie bei Ihrer Antwort § 8 AktG!
- Berechnen Sie den Bilanzkurs der Aktie!
- Angenommen, der Börsenkurs der Aktie betrage 16 Euro. Wie könnte die Divergenz zu dem Bilanzkurs erklärt werden? Überlegen Sie zunächst, welche Faktoren, die bei der Ermittlung des Bilanzkurses unberücksichtigt bleiben, den Zukunftserfolgswert eines Unternehmens maßgeblich beeinflussen können!

2.2.2 Aktienarten

Aktien können nach unterschiedlichen Kriterien in verschiedene Arten eingeteilt werden. Die drei wichtigsten Systematisierungskriterien sind dabei

Systematisierungskriterien

- die Übertragbarkeit,
- die Dividendenberechtigung und
- das Stimmrecht.

(1) Übertragbarkeit von Aktien

Im Hinblick auf die Übertragbarkeit ist zwischen **Inhaberaktien** und Namensaktien zu unterscheiden. Inhaberaktien, die in Deutschland bei börsengehandelten Aktien den Normalfall darstellen, sind ihrer Bezeichnung entsprechend *Inhaberpapiere* (s. Abschnitt 1.4.1). Sie dürfen nur ausgegeben werden, wenn der Nennbetrag oder der höhere Ausgabebetrag voll eingezahlt worden ist (§ 10 Abs. 2 AktG).

Inhaberaktien

Namensaktien

Namensaktien können gemäß § 68 Abs. 1 AktG auch "durch Indossament" übertragen werden und sind somit entgegen ihrer Bezeichnung keine Namens-, sondern *Orderpapiere*. Die Aktionäre werden im Aktienregister (früher auch als Aktienbuch bezeichnet) der Gesellschaft eingetragen (§ 67 Abs. 1 AktG). Im Verhältnis zur Gesellschaft gilt gemäß § 67 Abs. 2 AktG nur derjenige als Aktionär, der als Inhaber der Namensaktie in das Aktienregister eingetragen ist. Durch diese Regelung des AktG wird für Namensaktien die unmittelbare Legitimationswirkung der Namensaktie selbst gegenüber der Gesellschaft aufgehoben und durch eine Legitimationswirkung des Eintrags in das Aktienregister ersetzt; Namensaktien fallen somit strenggenommen nicht unter den in Abschnitt 1.4.1 präsentierten, im Schrifttum überwiegend favorisierten Wertpapierbegriff. Aktien *müssen* in Form von Namensaktien ausgegeben werden, wenn sie vor der vollen Leistung des Nennbetrages oder des höheren Ausgabebetrages ausgegeben werden (§ 10 Abs. 2 AktG)¹. Verkauft ein bisheriger Aktionär eine solche Aktie an einen anderen Anleger, so geht damit zugleich auch die noch bestehende Einlageverpflichtung auf diesen über. Fordert die Gesellschaft die ausstehenden Einlagen ein, so sind allerdings die im Aktienregister eingetragenen Aktionäre verpflichtet, die ausstehenden Einlagen einzuzahlen. Der Verkäufer einer nicht voll eingezahlten Aktie wird daher in aller Regel schon aus Eigeninteresse dafür sorgen, dass der neue Aktionär im Aktienregister eingetragen wird.

Vinkulierte
Namensaktien

Einen Spezialfall stellen die **vinkulierten Namensaktien** dar, bei denen die Übertragung an die Zustimmung der Gesellschaft gebunden ist (§ 68 Abs. 2 AktG). Diese Form dient zum einen einer besseren Machtkontrolle (unliebsame Aktionäre können ferngehalten werden) und zum anderen, im Falle ausstehender Einlagen, einer besseren Kreditwürdigkeitskontrolle (Fernhalten von Aktionären, deren Kreditwürdigkeit nicht gewährleistet ist).

(2) **Dividendenberechtigung von Aktien**

Stammaktien

Hinsichtlich der Dividendenberechtigung ist zwischen Stammaktien und Vorzugsaktien zu unterscheiden. Sind nur **Stammaktien** ausgegeben, so wird die von der Hauptversammlung beschlossene Gesamtdividende nach der Höhe der jeweiligen Nennbeträge gleichmäßig auf alle Aktien aufgeteilt.

¹ Vgl. dazu Abschnitt 1.2 in Kurseinheit 1.

Beispiel 5:

Eine AG hat 400.000 Aktien mit einem Nennwert von 5 GE und 10.000 Aktien mit einem Nennwert von 100 GE emittiert. Das Grundkapital errechnet sich also wie folgt:

400.000 Aktien à	5 GE:	2 Mio. GE
10.000 Aktien à	100 GE:	1 Mio. GE
Grundkapital		<u>3 Mio. GE</u>

Der zur Ausschüttung beschlossene Dividendenbetrag betrage 360.000 GE, also 12% des Grundkapitals. Auf die beiden Aktiengattungen verteilt sich die Dividende dann wie folgt:

Dividende pro 5 GE-Aktie:	0,60 GE
Dividende pro 100 GE-Aktie:	12,00 GE

Bei **Vorzugsaktien** weicht der Dividendenanspruch hingegen – in der Regel positiv – von dem der Stammaktien ab. Eine mögliche Ausgestaltungsform einer derartigen Vorzugsregelung könnte wie folgt aussehen: Die Vorzugsaktionäre erhalten immer vorab eine bestimmte Vorzugsdividende, sofern der festgestellte Bilanzgewinn dazu ausreicht. Ist dann noch ein ausschüttbarer Bilanzgewinn vorhanden, so wird dieser im Verhältnis der (explizit angegebenen oder fiktiven) Nennwerte gleichmäßig auf Stamm- und Vorzugsaktien verteilt. In diesem Fall ergibt sich für die Vorzugsaktionäre bei einem Bilanzgewinn immer ein Vorteil gegenüber den Stammaktionären. Daneben sind verschiedene weitere Varianten von Vorzugsaktien anzutreffen.

Vorzugsaktien

Generell erhalten auch Vorzugsaktionäre nur dann eine Dividende, wenn ein Bilanzgewinn ausgewiesen wird – sei es aufgrund eines Jahresüberschusses, sei es durch Auflösung sonstiger Gewinnrücklagen – und die Hauptversammlung dessen Ausschüttung beschließt. Ist dies nicht der Fall, gehen auch die Inhaber von Vorzugsaktien leer aus. Bei **kumulativen Vorzugsaktien** ist dies jedoch nicht zwangsläufig gleichbedeutend mit einem Verzicht auf den in Aussicht gestellten Vorzug. Vielmehr werden ausgefallene Beträge solange auf die Folgejahre vorgetragen, bis sämtliche Rückstände erfüllt sind.

Kumulative
Vorzugsaktien**(3) Stimmberechtigung von Aktien**

Sind im einfachsten Fall nur **Stammaktien** als Stückaktien oder als Aktien gleichen Nennwerts ausgegeben, so gewährt jede Aktie ein Stimmrecht (§ 12 Abs. 1 AktG).

Stimmrechtslose Aktien

Abweichend von dem für Stammaktien gültigen Grundsatz kann die Hauptversammlung einer AG gem. § 12 AktG auch die Ausgabe von **stimmrechtslosen Aktien** beschließen. Gem. § 139 AktG *muss* es sich dabei jedoch um kumulative Vorzugsaktien handeln (s. o.). Reicht der Bilanzgewinn allerdings in zwei aufeinanderfolgenden Jahren nicht zur Zahlung der versprochenen Vorzugsdividende aus, so wächst den betroffenen Aktionären gem. § 140 Abs. 2 AktG das Stimmrecht so lange wieder zu, bis der zur Ausschüttung beschlossene Betrag eines späteren Geschäftsjahres so groß ist, um den Vorzugsaktionären neben der laufenden Vorzugsdividende auch die Fehlbeträge der vorangegangenen Jahre nachzuzahlen.

Stimmrechtsbeschränkungen

Neben der Beschränkung des Stimmrechts einer Gruppe von Aktien können in der Satzung zudem **Stimmrechtsbeschränkungen** für den Fall festgelegt werden, dass einem Aktionär eine größere Zahl von Aktien gehört (§ 134 Abs. 1 AktG). Durch Begrenzung der maximalen Stimmrechtsquote eines einzelnen Aktionärs auf einen bestimmten Höchstsatz (z.B. 10%) soll der Einfluss von Großaktionären verringert werden.¹⁾

Übungsaufgabe 16:

Sie haben soeben verschiedene Ausgestaltungsformen von Aktien sowie einige gesetzlich vorgeschriebene Verknüpfungen bestimmter Ausgestaltungselemente kennengelernt.

a) Bringen Sie die Begriffe

- stimmberechtigte Aktie und stimmrechtslose Aktie einerseits sowie
- Stammaktie, Vorzugsaktie, kumulative Vorzugsaktie andererseits

im Hinblick auf zulässige Kombinationen der jeweiligen Ausgestaltungsformen miteinander in Beziehung!

b) Verfahren Sie auf die gleiche Weise mit den Begriffen

- Inhaber- und Namensaktien einerseits sowie
- voll eingezahlten und nicht voll eingezahlten Aktien andererseits!

1 So stimmte z.B. 1984 die Hauptversammlung der Conti Gummi AG einer Stimmrechtsbeschränkung auf 5% zu, die von der Verwaltung aus Furcht vor einem möglichen Einfluß eines ausländischen Mitbewerbers vorgeschlagen wurde.

2.2.3 Die Ausgabe junger Aktien (Kapitalerhöhung)

Im aktienrechtlichen Sinne werden unter dem Begriff der **Kapitalerhöhung** alle Maßnahmen zusammengefasst, die auf eine Erhöhung des bilanziell ausgewiesenen *Grundkapitals* hinauslaufen. Voraussetzung für eine solche Maßnahme ist auf jeden Fall ein satzungsändernder Beschluss der Hauptversammlung, der gemäß § 182 Abs. 1 AktG im Regelfall mindestens die Zustimmung von 75% „des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals“ erfordert. Da das Grundkapital einer AG mit Nennwertaktien zudem mit der Nennwertsumme aller ausgegebenen Aktien übereinstimmen muss, bedingt jede Erhöhung des Grundkapitals – auch eine rein buchmäßige – in diesem Fall die Ausgabe neuer oder, wie man sagt, „junger“ Aktien.¹⁾

Grundkapitalerhöhung

Für die nähere Darstellung verschiedener Arten von Kapitalerhöhungen kann zunächst danach unterschieden werden, ob

- die Ausgabe junger Aktien gratis erfolgt (Ausgabe sogenannter „Gratisaktien“),
- der Gesellschaft als Gegenleistung Einlagen (Kapitalerhöhung gegen Einlagen) zufließen, oder
- die jungen Aktien in Erfüllung von Wandlungs- und Bezugsrechten von Inhabern von Wandelschuldverschreibungen ausgegeben werden.

Arten der Kapitalerhöhung

Wir werden diese drei Varianten im Folgenden etwas näher behandeln. Auf die darüber hinaus auch noch bestehenden Möglichkeiten, Aktien

- im Zusammenhang mit Fusionen an Minderheitsaktionäre der zu übernehmenden Gesellschaft oder
- an die eigenen Mitarbeiter im Zuge entsprechender Betriebsvereinbarungen auszugeben, wird hingegen nicht weiter eingegangen.

(1) Ausgabe von Gratisaktien im Rahmen einer nominellen Kapitalerhöhung

Das Aktiengesetz regelt in den §§ 207 – 220 die Möglichkeit, bestimmte Rücklagenpositionen rein buchtechnisch in Grundkapital umzuwandeln. Das Eigenkapital insgesamt bleibt dabei in seiner Höhe völlig unverändert und wird lediglich in seiner Untergliederung in verschiedene buchtechnische Komponenten verändert (vgl. Kurseinheit 1, Abschnitt 1.1.3). Insofern ist auch die im Aktiengesetz anzutreffende Bezeichnung „Kapitalerhöhung aus

Umbuchung von Rücklagen in Grundkapital

¹ Die auch noch denkbare Möglichkeit, die Nennwerte der vorhandenen Aktien heraufzusetzen, ist demgegenüber eher von theoretischer Bedeutung.

Gesellschaftsmitteln“ äußerst unglücklich und missverständlich, da der Gesellschaft bei dieser Maßnahme keine Finanzierungsmittel zufließen und auch keinerlei Umschichtungen von Finanzierungsmitteln stattfinden. Es erfolgt vielmehr lediglich eine *Umbuchung* zwischen den Eigenkapitalkonten „Kapitalrücklage“ und „Gewinnrücklagen“ auf der einen Seite und „Gezeichnetes Kapital“ auf der anderen Seite. Die im betriebswirtschaftlichen Schrifttum anzutreffende Bezeichnung **nominelle Kapitalerhöhung** erscheint daher zweckmäßiger.

Wie Sie wissen, muss bei einer AG mit **Nennbetragsaktien** die Summe der Aktiennennbeträge mit dem Betrag des Grundkapitals übereinstimmen. Die betrachtete buchtechnische Erhöhung des Grundkapitals führt in diesem Fall zu der Notwendigkeit, die Summe der Aktiennennbeträge an das nunmehr höhere Grundkapital anzupassen. Theoretisch könnte man dafür

- entweder die Nennbeträge der bislang ausgegebenen Aktien in entsprechendem Umfang heraufsetzen
- oder die Aktienzahl durch die Ausgabe neuer Aktien entsprechend erhöhen.

Die erste Variante ist in Deutschland gemäß §182 Abs. 1 Satz 4 jedoch unzulässig, so dass eine nominelle Kapitalerhöhung bei einer AG mit voll eingezahlten Nennbetragsaktien stets die Ausgabe zusätzlicher Aktien erfordert¹).

Ausgabe von
"Gratisaktien"

Keine Finanzierungs-
maßnahme

Diese jungen Aktien, die zum Kurs von 0 ausgegeben werden, stehen den bisherigen Aktionären anteilig zu ihren Beständen an Altaktien zu (§ 212 AktG). Wird also etwa das Grundkapital von bislang 50 Mio. GE durch Umbuchung von Rücklagen auf 75 Mio. GE erhöht, so steht jedem Altaktionär auf je zwei „Altaktien“ eine junge Aktie zu (auch „Berechtigungsaktie“ oder „Gratisaktie“ genannt). Die nach diesem „Aktiensplitting“ ausgegebenen drei Aktien verbriefen letztendlich genau die gleichen Rechte und Ansprüche, die zuvor durch die beiden Altaktien verbrieft waren. Offensichtlich handelt es sich bei dieser Maßnahme trotz der Bezeichnung „Kapitalerhöhung“ gar nicht um eine *Finanzierungsmaßnahme* in dem oben definierten Sinne. Es erschien uns aber sinnvoll, zur Vermeidung möglicher Missverständnisse auch in dem hier zu untersuchenden Kontext, kurz darauf einzugehen. Zur weiteren Beschäftigung mit diesem Problemfeld sei über die folgende Übungsaufgabe hinaus auf die Aufgabe 2.54 in dem Übungsbuch BITZ/EWERT (2011) verwiesen.

1 Bei teileingezahlten Aktien ist gemäß §215 Abs. 2 Satz 2 AktG nur eine Erhöhung des Nennbetrages zulässig. Darauf soll hier jedoch nicht näher eingegangen werden.

Etwas anders liegen die Verhältnisse bei einer AG, die von der 1998 in das deutsche Aktienrecht eingeführten Möglichkeit **nennwertloser Aktien** Gebrauch gemacht hat. § 207 Abs. 2 AktG sieht für diesen Fall vor, dass das "Grundkapital auch ohne Ausgabe neuer Aktien" erhöht werden *kann*. Die Heraufsetzung des Grundkapitals bei unveränderter Aktienzahl hätte dann zwingend zur Folge, dass der den Stückaktien zuzurechnende fiktive Nennbetrag (s. Abschnitt 2.2.1) in entsprechendem Umfang steigen würde. Dabei ist es zulässig, dass dieser fiktive Nennbetrag – im Gegensatz zu dem effektiv angegebenen Nennbetrag bei Nennbetragsaktien – auf einen nicht mehr glatt durch 1 Euro teilbaren Betrag lautet. Andererseits ist es der AG aber auch im Fall von Stückaktien unbenommen, genau wie bei der Nennwertaktie die Zahl der ausgegebenen Aktien im Verhältnis der Grundkapitalerhöhung heraufzusetzen.

Folgende Übungsaufgabe dient zur beispielhaften Verdeutlichung und Vertiefung der beschriebenen Zusammenhänge.

Übungsaufgabe 17:

Die Bilanz der AUFBAU AG, die 80 Mio. Aktien im Nennwert von 5 Euro/Aktie ausgegeben hat, enthält folgenden Ausweis des Eigenkapitals (Angaben in Mio. Euro):

Grundkapital	400
Kapitalrücklage	120
andere Gewinnrücklagen	170
Jahresüberschuss	90

Im Zuge der Beschlussfassung über den Jahresüberschuss und den Bilanzgewinn wurden weitere 30 Mio. Euro den anderen Gewinnrücklagen zugewiesen, der Rest zur Ausschüttung bestimmt.

- a) Studieren Sie § 208 Abs. 1 AktG genau und geben Sie an, in welchem Volumen eine nominelle Kapitalerhöhung maximal durchgeführt werden könnte!
- b) Angenommen, die nominelle Kapitalerhöhung werde nur in einem solchen Ausmaß durchgeführt, dass die Kapitalrücklage unberührt bleibt. Geben Sie für diesen Fall an,
 - wie sich dieser Vorgang auf die Eigenkapitalpositionen auswirken würde,
 - wie viele junge 5-Euro-Aktien ausgegeben würden,
 - wie viele junge 5-Euro-Aktien ein Aktionär erhält, dem bislang 12 Aktien gehörten.
- c) Berechnen Sie den Bilanzkurs einer Aktie nach Dividendenausschüttung vor und nach Durchführung der nominellen Kapitalerhöhung gemäß Teilaufgabe b)! Wie wird sich die nominelle Kapitalerhöhung wohl auf den Börsenkurs auswirken?
- d) Wäre es möglich, die nominelle Kapitalerhöhung gemäß b) auch durch eine Heraufsetzung der Nennbeträge umzusetzen?

- e) Nehmen Sie nun an, die AUFBAU AG habe in der Ausgangssituation 80 Mio. Stückaktien ausgegeben. Welche Möglichkeiten bestünden jetzt, die nominelle Kapitalerhöhung gemäß b) umzusetzen?
- f) Beantworten Sie Aufgabenteil c) noch einmal für die beiden gemäß e) möglichen Varianten!
- g) Versuchen Sie, im Lichte der einschlägigen Antworten zu b), c), e) und f) mögliche *Motive* für eine solche Maßnahme herauszufinden!

(2) Ausgabe von Aktien gegen Einlagen

Aktienausgabe
zum Emissionskurs

Die Kapitalerhöhung gegen Einlagen besteht technisch in der Ausgabe neuer („junger“) Aktien zu einem bestimmten Emissionskurs; dem Unternehmen fließen also neue Finanzmittel zu, zugleich erhöhen sich als Gegenbuchung das *Grundkapital* und die *Kapitalrücklage* in folgender Weise:

- Im Fall von **Nennwertaktien** muss der Ausgabebetrag gemäß § 9 Abs. 1 AktG mindestens dem Nennwert der "jungen" Aktien entsprechen. Dieser Nennwert kann mit dem der bislang ausgegebenen Aktien übereinstimmen; er kann aber – unter Beachtung der allgemeinen Vorschriften¹⁾ – auch auf einen höheren oder niedrigeren Betrag fixiert werden.

In Deutschland ist es seit Jahrzehnten üblich, ordentliche Kapitalerhöhungen mit einem Agio, d.h. "über pari", zugleich aber deutlich unter dem aktuellen Börsenkurs durchzuführen²⁾. Die Gegenbuchung zu dem gesamten Emissionserlös, d.h. dem Produkt aus der Anzahl der ausgegebenen Aktien und dem Ausgabekurs, erfolgt dann in Höhe des Nennwerts unter der Position *Grundkapital* und in Höhe des Agios unter der Position *Kapitalrücklage*.

- Im Fall von **Stückaktien** ist gemäß § 182 Abs. 1 Satz 5 AktG einfach vorgesehen, dass sich die Zahl der Aktien in demselben Verhältnis erhöhen muss wie das Grundkapital. Das bedeutet, dass der fiktive

1 Vgl. dazu die einleitenden Ausführungen in Abschnitt 2.2.1.

2 Ein Abrücken von dieser Praxis ist vermehrt seit 1994 zu beobachten. Seither werden ordentliche Kapitalerhöhungen in zunehmendem Umfang unter Bezugsrechtsausschluss beschlossen und die jungen Aktien dann im Wege des sogenannten Bookbuilding platziert. Unter Vernachlässigung möglicher Zusatzkriterien werden beim Bookbuilding die jungen Aktien im Wesentlichen wie bei einer Versteigerung zu einem einheitlichen Emissionskurs an die Zeichnungsinteressenten mit den höchsten Geboten verteilt. Die beim Bookbuilding für ordentliche Kapitalerhöhungen erzielten Emissionskurse liegen dabei erfahrungsgemäß dicht am bisherigen Börsenkurs bereits umlaufender Aktien.

Nennbetrag der neu auszugebenden Aktien mit dem der bislang ausgegebenen Aktien übereinstimmen muss.

Auch in diesem Fall darf der Ausgabebetrag nicht unter diesem fiktiven Nennbetrag liegen, sehr wohl aber darüber. Genau wie im Fall von Nennwertaktien erfolgt die Gegenbuchung eines solchen Agios unter der Position *Kapitalrücklage*.

Folgendes Beispiel verdeutlicht den Ablauf aus der Sicht des Unternehmens und den buchmäßigen Niederschlag einer solchen Maßnahme.

Beispiel 6:

Eine AG mit der unten angegebenen Bilanzstruktur und einem in 2 Mio. Aktien à 5 Euro zerlegten Grundkapital von 10 Mio. Euro führt eine Kapitalerhöhung durch, indem sie 200.000 Aktien im Nennwert von 5 Euro ihren Aktionären zum Preis von 20 Euro anbietet (Zahlungsmittelzufluss: 4 Mio. Euro). Dadurch erhöhen sich das Grundkapital um 1 Mio. Euro ($= 200.000 \cdot 5 \text{ Euro}$) und die Kapitalrücklage um 3 Mio. Euro ($= 200.000 \cdot 15 \text{ Euro}$). Die folgenden beiden Bilanzschemata verdeutlichen den bilanziellen Niederschlag der Kapitalerhöhung.

Aktiva	Bilanz vor Kapitalerhöhung (Mio. Euro)		Passiva
Vermögen (ohne Kasse)	47	Grundkapital	10
Kasse	3	Gesetzliche Rücklage	1
		andere Gewinnrücklagen	5
		Verbindlichkeiten	34
	<hr/> 50		<hr/> 50

Aktiva	Bilanz nach Kapitalerhöhung (Mio. Euro)		Passiva
Vermögen (ohne Kasse)	47	Grundkapital	11
Kasse	7	Kapitalrücklage	3
		Gesetzliche Rücklage	1
		andere Gewinnrücklagen	5
		Verbindlichkeiten	34
	<hr/> 54		<hr/> 54

Alternativ zu dem Vergleich der gesamten Bilanz kann die wesentliche Konsequenz der Kapitalerhöhung auch einfach durch den Buchungssatz (Angaben in Mio. Euro)

Kasse/Bank	4	an	Grundkapital	1
			Kapitalrücklage	3

zum Ausdruck gebracht werden.

Die bisherige Darstellung kann im einfachsten Fall auch unmittelbar auf die Situation mit Stückaktien übertragen werden, nämlich genau dann, wenn unterstellt wird, dass sich die Zahl der bislang emittierten Stückaktien ebenfalls auf 2 Mio. belaufen hat.

Nehmen wir hingegen an, dass nur 1,25 Mio. Aktien ausgegeben waren, so ergibt sich eine differenzierte Betrachtung. Der fiktive Nennwert der "alten" Aktien beträgt in diesem Fall offenbar $(10 \text{ Mio.} : 1,25 \text{ Mio.}) = 8 \text{ Euro/Aktie}$. Die "jungen" Aktien müssten jetzt also mindestens zu diesem Kurs ausgegeben werden, was angesichts des ohnehin auf 20 Euro angesetzten Ausgabekurses allerdings zu keinem weiteren Problem führt. Das in dem Ausgabekurs von 20 Euro rein rechnerisch enthaltene Agio würde also statt der bislang vorgegebenen 15 Euro nur noch 12 Euro betragen.

Zur weiteren Analyse unseres Ausgangsbeispiels sind nun allerdings die folgenden beiden Varianten zu unterscheiden:

- (1) Es bleibt dabei, dass die Zahl der neu auszugebenden Aktien 200.000 betragen soll. In diesem Fall kann die Kapitalerhöhung durch den Buchungssatz (Angaben in Mio. Euro)

Kasse/Bank	4	an	Grundkapital	1,6
			Kapitalrücklage	2,4

verdeutlicht werden.

- (2) Unterstellt man hingegen, dass sich die mit der Kapitalerhöhung verbundene Erhöhung des Grundkapitals den bisherigen Annahmen entsprechend auf 1 Mio. Euro belaufen soll, so wären statt der bislang vorgegebenen 200.000 nur 125.000 junge Aktien auszugeben. Bei unverändertem Ausgabekurs von 20 Euro/Aktie lautet der entsprechende Buchungssatz dann

Kasse/Bank	2,5	an	Grundkapital	1
			Kapitalrücklage	1,5

Genau wie die Ausgabe von Gratisaktien setzt auch die Kapitalerhöhung gegen Einlagen einen satzungsändernden Beschluss der Hauptversammlung voraus. Dabei sind im einzelnen zwei Varianten zu unterscheiden:

Definitiver Beschluss
über die
Kapitalerhöhung

- Bei der sog. **ordentlichen Kapitalerhöhung** beschließt die Hauptversammlung gem. § 182 AktG definitiv das Volumen der Kapitalerhöhung sowie den Mindestbetrag, zu dem die Aktien auszugeben sind; außerdem kann gem. § 186 AktG der Ausschluss des Bezugsrechts (s.

u.) beschlossen werden. Unmittelbar im Anschluss an diesen Beschluss ist die Kapitalerhöhung dann von der Geschäftsleitung umzusetzen.

- Mit der Beschlussfassung über das sog. **genehmigte Kapital** gem. §§ 202ff. AktG kann die Hauptversammlung den Vorstand für einen bestimmten Zeitraum ermächtigen, nach *eigenem Ermessen* junge Aktien gegen Einlagen auszugeben. Ob, wann und in welchem Umfang auf Grund eines solchen Beschlusses tatsächlich eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird, liegt dann in der alleinigen Kompetenz des Vorstandes. Gesetzlich ist eine derartige Ermächtigung auf einen Zeitraum von maximal fünf Jahren und ein Volumen von 50% des bisherigen Grundkapitals beschränkt. Das Bezugsrecht steht wiederum grundsätzlich den bisherigen Aktionären zu. Die Hauptversammlung kann dies allerdings ausschließen oder die endgültige Entscheidung darüber ebenfalls dem Vorstand übertragen.

Ermächtigung
der Geschäftsleitung

Übungsaufgabe 18:

Welche Motive könnten

- die Hauptversammlung dazu bewegen, einen Beschluss über die Einrichtung genehmigten Kapitals zu fassen,
- den Vorstand einer AG dazu bewegen, einen entsprechenden Antrag in die Hauptversammlung einzubringen?

Ohne einen entgegengesetzten Beschluss der Hauptversammlung steht den Aktionären bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen das ausschließliche Bezugsrecht auf die jungen Aktien zu, und zwar gemäß ihren bisherigen Beteiligungsquoten (§ 186 Abs. 1 AktG). In diesem Zusammenhang bezeichnet man die Relation zwischen der Zahl der bisher emittierten Aktien (A) und der Zahl der jungen Aktien (N) – ausgedrückt als so weit wie möglich gekürzter Bruch (z.B. $5/2$) – als das **Bezugsverhältnis** (b). Das für unser letztes Beispiel maßgebliche Bezugsverhältnis von 10:1 besagt etwa, dass auf jeweils 10 Altaktien eine junge Aktie entfällt; d.h., ein Aktionär, der bislang gerade 10 Aktien besitzt, hat das Recht, eine junge Aktie zu beziehen. Als **Bezugsrecht** bezeichnet man allgemein allerdings nicht das Recht zum Bezug einer jungen Aktie, sondern das einer Altaktie entsprechende *Teilrecht*. Zum Bezug einer jungen Aktie bedarf es somit der durch das Bezugsverhältnis festgelegten Zahl dieser Bezugsrechte; im Beispiel 6 werden also zum Bezug einer jungen Aktie 10 Bezugsrechte benötigt.

Bezugsverhältnis

Bezugsrecht

Bezugsrechtshandel

Allerdings sind die Altaktionäre keineswegs verpflichtet, ihre Bezugsrechte auszuüben. Vielmehr können die Bezugsrechte – losgelöst von den Altaktien – selbständig verkauft und dementsprechend auch gekauft werden. Dazu wird in Deutschland üblicherweise in den letzten 2 – 3 Wochen vor der Ausgabe der jungen Aktien ein börsenmäßiger **Bezugsrechtshandel** organisiert. Dieses ermöglicht es im Übrigen auch Aktionären mit einer „krummen“ Zahl von Aktien (z.B. 24 Stück bei einem Bezugsverhältnis von 10:1), durch Zukauf (z.B. von 6 Stück) oder Verkauf (z.B. von 4 Stück) auf eine für den Bezug notwendige „glatte“ Zahl von Bezugsrechten zu kommen. Auf die für den Kurs von Bezugsrechten maßgeblichen Bestimmungsfaktoren werden wir im Abschnitt 2.2.4.1 noch ausführlicher eingehen. Nach Abschluss der für den Bezugsrechtshandel vorgesehenen Zeit werden junge Aktien dann an diejenigen Personen ausgegeben, die über die notwendige Anzahl von Bezugsrechten verfügen, sei es aus ihrem ursprünglichen Bestand an Altaktien, sei es aus Zukäufen über die Börse. Die technische Abwicklung erfolgt dabei meistens über einen Zusammenschluss mehrerer Banken, ein sogenanntes **Bankenkonsortium**.

Ausschluss
des Bezugsrechtes

Allerdings ist auch ein **Ausschluss des Bezugsrechts** möglich. Dieses muss dann im Beschluss über die Erhöhung des Grundkapitals mit einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals genehmigt werden (§ 186 Abs. 3 AktG). Der Ausschluss muss in der Tagesordnung der Hauptversammlung enthalten und mit dieser ordnungsgemäß bekanntgegeben worden sein (§§ 186 Abs. 4, 124 Abs. 1 AktG). Der Vorstand muss den Grund für den teilweisen oder vollständigen Ausschluss des Bezugsrechts angeben (z.B. bei Fusionen, Schaffung von Belegschaftsaktien).

Die Rechtsprechung hat dazu allerdings so strenge materielle Anforderungen an einen Bezugsrechtsausschluss entwickelt, dass mit Ausnahme einiger weniger unproblematischer Fälle nahezu jeder Bezugsrechtsausschluss dem Risiko einer späteren Anfechtung ausgesetzt ist. Während diese Rechtsunsicherheit bis 1994 als so groß eingeschätzt wurde, dass Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss eher selten erfolgten, konnte die Rechtssicherheit durch die Änderung des § 186 Abs. 3 AktG vom 2.8.1994 nach überwiegender Meinung deutlich erhöht werden.¹⁾ Seit 1994 sind daher verstärkt Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss – zumeist im Wege des Bookbuilding (vgl. Fußnote 2 auf Seite 90) – zu beobachten. Im Jahr 2005 war in Deutschland der Bezugsrechtsausschluss bereits der weit überwie-

1 Durch Gesetz vom 2.8.1994 wurde mit Wirkung vom 10.8.1994 der § 186 Abs. 3 AktG um folgenden vierten Satz ergänzt: „Ein Ausschluss des Bezugsrechts ist insbesondere dann zulässig, wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zehn vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet.“

gende Fall.¹⁾ Trotzdem stellt eine ordentliche Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht der Altaktionäre nach wie vor den gesetzlichen „Normalfall“ einer Kapitalerhöhung dar.

(3) Ausgabe von Aktien gegen Umtausch von Wandelschuldverschreibungen

Ein weiterer Anlass zur Ausgabe von jungen Aktien ergibt sich, wenn die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen²⁾ von den ihnen zustehenden Wandlungs- oder Bezugsrechten Gebrauch machen. Um diese Rechte schon bei der Ausgabe der entsprechenden Wandel- oder Optionsanleihen abzusichern, wird üblicherweise auf die Möglichkeit der **bedingten Kapitalerhöhung** gem. §§ 192 – 201 AktG zurückgegriffen.

Bei der bedingten Kapitalerhöhung erfolgt – ähnlich wie beim genehmigten Kapital – zunächst weder eine Zufuhr von Finanzierungsmitteln noch eine Erhöhung des Eigenkapitals, vielmehr wird ebenfalls nur ein *Kapitalerhöhungsrahmen* abgesteckt. Die Hauptversammlung erteilt dazu schon im Voraus die notwendige Zustimmung für die später möglicherweise erfolgende Ausgabe neuer Aktien. Inwieweit es in diesem Rahmen dann wirklich zur Emission von Aktien kommt, liegt allerdings nicht mehr in den Händen der Hauptversammlung oder des Vorstandes, sondern hängt von dem Verhalten der jeweils berechtigten Personen gemäß § 192 Abs. 2 AktG ab, hier also von den Inhabern der Wandelanleihen. Nur unter der „Bedingung“, dass diese berechtigten Personen ihre Bezugs- oder Wandlungsrechte ausüben, kommt es tatsächlich zu einer Kapitalerhöhung.

Kapital-
erhöhungsrahmen

1 Vgl. dazu den Diskussionsbeitrag von Terstege und Stark: Kapitalerhöhungen börsennotierter Gesellschaften - ohne börslichen Bezugsrechtshandel, Diskussionsbeitrag Nr. 390 der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität in Hagen, Hagen 2006 (<http://www.fernuni-hagen.de/csf/forschung/diskussionspapiere.shtml>).

2 Unter „Wandelschuldverschreibungen“ sind hier Anleihen, also Fremdfinanzierungstitel, zu verstehen, deren Inhaber über ihre Zins- und Tilgungsansprüche hinaus das Recht haben,

- Aktien des Emittenten zu einem im voraus festgelegten Kurs *zusätzlich zu beziehen*, wobei der reine Anleihetitel weiter bestehen bleibt („Optionsanleihen“), oder
- in Aktien *umzutauschen*, auf die Zins- und Tilgungsansprüche also zugunsten von Aktionärsrechten zu verzichten („Wandelanleihen“ oder auch „Wandelschuldverschreibungen im engeren Sinne“).

Wir werden auf derartige Titel im Abschnitt 3.2.2. noch näher eingehen.

2.2.4 Marktreaktionen bei der Ausgabe junger Aktien

2.2.4.1 Rechnerische Zusammenhänge zwischen Bezugsrechts- und Aktienkurs

Im Abschnitt 2.2.3 haben Sie verschiedene Arten von Kapitalerhöhungen in ihren begrifflichen sowie technisch-institutionellen Grundlagen kennengelernt. Wir wollen uns jetzt der ökonomisch interessanteren Frage zuwenden, wie sich derartige Vorgänge auf die Vermögenssituation der Aktionäre auswirken. Bei der Analyse dieses Problemkomplexes werden wir im Folgenden stets von einer ordentlichen Kapitalerhöhung ausgehen, bei der das Bezugsrecht der Altaktionäre nicht ausgeschlossen ist und die jungen Aktien exakt dieselbe Ausstattung aufweisen wie die bisher schon ausgegebenen Altaktien. Die abgeleiteten Ergebnisse lassen sich im Prinzip jedoch auch auf die Auswirkungen einer nominellen Kapitalerhöhung übertragen; dazu ist in den entsprechenden Formeln für den Emissionskurs (C_E) der Wert Null anzusetzen.

Determinanten
des Bezugsrechtskurses

Zunächst gilt es zu untersuchen, wie sich verschiedene Einflussfaktoren auf den Kurs auswirken, zu dem die Bezugsrechte gehandelt werden. Zwei einfache Vorüberlegungen helfen, diesen Fragenkreis zu erschließen:

- Das Bezugsrecht hat offensichtlich nur dann einen Börsenwert, wenn es Anleger gibt, die bereit sind, für das Recht, Aktien zum festgelegten Emissionskurs zu kaufen, etwas zu bezahlen. Das werden sie in aller Regel nur, wenn der Emissionskurs niedriger ist als der bisherige Aktienkurs $C_{Bö}$. Denn dann stellt das Bezugsrecht gewissermaßen die Eintrittskarte zu einer Sonderveranstaltung dar, auf der es Aktien billiger als zum sonst herrschenden Marktpreis gibt. Mithin wird der Wert des Bezugsrechts tendenziell umso größer sein, je größer die Differenz ($C_{Bö} - C_E$) ist.
- Nun berechtigt aber im Allgemeinen nicht ein einzelnes Bezugsrecht zum billigeren Erwerb einer Aktie, sondern die durch das Bezugsverhältnis ausgedrückte Zahl von Bezugsrechten. Mithin wird der Wert des einzelnen Bezugsrechts (B) tendenziell umso niedriger sein, je größer die zum Bezug einer jungen Aktie benötigte Anzahl ist, also je größer das Bezugsverhältnis b ist.

Um über diese Aussagen hinaus zu einer präziseren Abschätzung des Bezugsrechtskurses zu gelangen, wollen wir zunächst eine idealisierte Modellsituation betrachten, die über die eingangs genannten Annahmen hinaus durch folgende Prämissen gekennzeichnet ist:

Prämissen der
modelltheoretischen
Untersuchung

- Alle Transaktionen können ohne Transaktionskosten und ohne nennenswerte Zeitdauer durchgeführt werden. Steuerliche Erwägungen bleiben ebenso außer Acht wie Zinseffekte.

- An der Börse werden parallel Bezugsrechte, Altaktien inklusive der ihnen anhaftenden Bezugsrechte („Aktie cum right“) sowie Altaktien ohne Bezugsrechte („ex right“) gehandelt¹).
- In dem betrachteten Zeitpunkt kennen alle Marktteilnehmer den Kurs der Altaktie und gehen davon aus, dass sie zumindest innerhalb eines gewissen Zeitraums weitere Kauf- und Verkaufstransaktionen zu diesem Kurs durchführen können.
- Anleger, die Bezugsrechte erwerben, tun dies in der Absicht, diese auch auszuüben, ziehen einen Weiterverkauf während des Bezugsrechtshandels jedoch nicht in Betracht. Ebenso wenig ziehen Altaktionäre, die ihre Bezugsrechte verkaufen, einen Wiedererwerb in Betracht.

Vor dem Hintergrund dieser Modellwelt wollen wir uns nun der Frage zuwenden, welche Möglichkeiten einem Altaktionär, der genau b Aktien besitzt, offenstehen, um im Endeffekt an der Kapitalerhöhung teilzunehmen, also sicherzustellen, dass er nach vollzogener Kapitalerhöhung genau $(b+1)$ Aktien besitzt. Dazu bieten sich ihm u. a. folgende beiden Varianten:

Aktienbezug
durch Altaktionäre

- (a) Ausübung seiner b Bezugsrechte und Bezug einer jungen Aktie zum Emissionskurs C_E . Damit verbundene Kosten (K):

$$K_1 = C_E .$$

- (b) Hinzukauf einer weiteren Altaktie zum Kurs C_{B0} und Verkauf aller $(b+1)$ Bezugsrechte. Damit verbundene Kosten:

$$K_2 = C_{B0} - (b+1) \cdot B .$$

Für einen „Quereinsteiger“, d.h. einen Anleger, der bislang keine Aktien besitzt und sicherstellen möchte, dass er nach vollzogener Kapitalerhöhung über genau 1 Aktie verfügt, bieten sich analog dazu folgende Möglichkeiten:

Aktienbezug
durch „Quereinsteiger“

- (a*) Kauf von b Bezugsrechten und Bezug einer jungen Aktie. Damit verbundene Kosten:

$$K_1^* = b \cdot B + C_E .$$

- (b*) Kauf einer Altaktie und Verkauf des Bezugsrechts. Damit verbundene Kosten:

$$K_2^* = C_{B0} - B .$$

¹ Wenn nicht anders spezifiziert, sind im Folgenden unter Altaktien solche „cum right“ zu verstehen.

Übungsaufgabe 19:

Stellen Sie fest, zu welchen Reaktionen es unter den hier unterstellten Bedingungen auf einem funktionierenden Markt kommen würde, wenn

- a) der Bezugsrechtskurs so hoch wäre, dass $K_1 > K_2$ und $K_1^* > K_2^*$ gilt, bzw.
- b) der Bezugsrechtskurs so niedrig wäre, dass $K_1 < K_2$ bzw. $K_1^* < K_2^*$ gilt!

Sehen Sie dabei den Kurs der Altaktie „cum right“ als Konstante an!

Wie Sie sich an Hand von Übungsaufgabe 19 in Grundzügen schon selbst verdeutlicht haben, muss sich der Bezugsrechtskurs auf einem hinlänglich funktionierenden Markt mit den hier unterstellten Eigenschaften im Gleichgewicht so einpendeln, dass $K_1 = K_2$ bzw. $K_1^* = K_2^*$ gilt. Daraus aber folgt nach einfacher Umstellung, dass als **Gleichgewichtsbedingung**

Bezugsrechtsformel
als Gleichgewichts-
bedingung

$$(4) \quad B = \frac{C_{B\delta} - C_E}{b + 1}$$

gelten muss.

An dieser sogenannten **traditionellen Bezugsrechtsformel** sehen wir zunächst die aus unseren Vorüberlegungen abgeleiteten Vermutungen bestätigt. Der Wert des Bezugsrechts B wird

- umso größer, je größer die Kursdifferenz $C_{B\delta} - C_E$ ausfällt, und
- umso kleiner, je größer das Bezugsverhältnis b ist.

Formel (4) verdeutlicht in der hier vorgestellten Form zunächst nur den auf einem idealisierten Markt zwingenden Zusammenhang zwischen Bezugsrechtswert und Aktienkurs *zum gleichen Zeitpunkt*. Ändert sich $C_{B\delta}$ während des Bezugsrechtshandels, so ändert sich auch B entsprechend. Veränderungen des Bezugsrechtskurses im Zeitablauf werden durch unser Modell also keineswegs ausgeschlossen. Für die weitere Betrachtung wollen wir zunächst jedoch davon ausgehen, dass sich während des Bezugsrechtshandels die für die Kursbildung maßgebliche Einschätzung des zukünftigen Erfolgspotentials des betrachteten Unternehmens durch „die Börse“ nicht ändert und $C_{B\delta}$ dementsprechend konstant bleibt.

Unter dieser Annahme lässt sich der nach vollzogener Aktienaussgabe für junge und alte Aktien gleichermaßen geltende Kurs ($C'_{B\delta}$) theoretisch wie folgt bestimmen, wobei A bzw. N die Zahl der alten bzw. jungen Aktien bezeichnet:

- Der als Produkt aus Aktienzahl und Aktienkurs definierte **Marktwert** des Unternehmens vor Kapitalerhöhung (aber nach deren Bekanntwerden) betrug $A \cdot C_{B\ddot{o}}$.
- Dieser Marktwert erhöht sich durch den Vollzug der Aktienaussgabe um den Emissionserlös $N \cdot C_E$ auf $A \cdot C_{B\ddot{o}} + N \cdot C_E$.
- Für den Kurs einer Aktie nach vollzogener Ausgabe der jungen Aktien gilt dann

$$(5) \quad C'_{B\ddot{o}} = \frac{A \cdot C_{B\ddot{o}} + N \cdot C_E}{A + N}$$

oder nach Kürzen durch N und Beachtung von $b = A/N$

$$C'_{B\ddot{o}} = \frac{b \cdot C_{B\ddot{o}} + C_E}{b + 1}.$$

Theoretischer
Mischkurs nach
vollzogener
Kapitalerhöhung

Der neue Aktienkurs errechnet sich also einfach als Mischkurs, d.h. als gewogener Durchschnitt aus altem Börsenkurs und Emissionskurs.

Bildet man schließlich die Differenz zwischen altem und neuem Börsenkurs, so erhält man:

$$\begin{aligned} (6) \quad C_{B\ddot{o}} - C'_{B\ddot{o}} &= C_{B\ddot{o}} - \frac{b \cdot C_{B\ddot{o}} + C_E}{b + 1} \\ &= \frac{b \cdot C_{B\ddot{o}} + C_{B\ddot{o}} - b \cdot C_{B\ddot{o}} - C_E}{b + 1} \\ &= \frac{C_{B\ddot{o}} - C_E}{b + 1}. \end{aligned}$$

Aus (6) lässt sich folgendes ableiten:

1. Eine Kapitalerhöhung führt zu einer Kurssenkung, die umso größer ist, je weiter der Emissionskurs hinter dem bisherigen Börsenkurs zurückbleibt. Dieser Umstand ist auch unmittelbar einsichtig, denn dem Unternehmen fließt pro junger Aktie weniger an Vermögen zu, als dem bisherigen Unternehmensvermögen pro Aktie im Urteil des Marktes entsprach. Dieser Sachverhalt wird – bildlich nicht sonderlich treffend – auch als **Verwässerungseffekt** bezeichnet.

Verwässerungseffekt

2. Die durch den Vollzug der Kapitalerhöhung eintretende Kurssenkung entspricht genau dem rechnerischen Wert des Bezugsrechts gem. (4), es gilt also

$$(7) \quad C_{B\ddot{o}} - C'_{B\ddot{o}} = B.$$

Übertragbarkeit von
Modellergebnissen

Die bisherigen Ableitungen standen unter den eingangs genannten einschränken- den Prämissen eines idealisierten Modellmarktes. Nur unter diesen Annahmen gelten die strengen Gleichheitszeichen in den Formeln (4) bis (7). Vieles spricht allerdings dafür, dass die modellmäßig verdeutlichten Zusammenhänge die tatsächlichen Gegebenheiten im Allgemeinen recht gut verdeutlichen, so dass die Modellerkenntnisse durchaus geeignet sind, zu beobachtende Phänomene zumindest der Tendenz nach zu erklären. Auf einige daraus folgende Implikationen kommen wir im nächsten Abschnitt noch einmal zurück. Zunächst sollten Sie sich jedoch an Hand der folgenden Übungsaufgabe mit den bisherigen Ableitungen „by doing“ noch etwas besser vertraut machen.

Übungsaufgabe 20:

MONA und LISA betreiben inzwischen die LEONARDO AG. Bislang sind 12 Mio. Aktien im Nennwert von jeweils 5 GE ausgegeben. Im Zuge einer ordentlichen Kapitalerhöhung sollen weitere 4 Mio. Aktien zu einem Emissionskurs von $C_E = 33$ GE je Aktie ausgegeben werden.

Der Börsenkurs der Altaktien incl. Bezugsrecht beträgt 57 GE und soll für den gesamten Zeitraum bis zur effektiven Ausgabe der jungen Aktien als konstant unterstellt werden.

- Verdeutlichen Sie durch die Angabe des Buchungssatzes mit Beträgen den bilanziellen Niederschlag dieser Aktienemission!
- Bestimmen Sie das Bezugsverhältnis b und den während des Bezugsrechtshandels zu erwartenden Bezugsrechtskurs B !
- Bestimmen Sie den nach vollzogener Aktienaussgabe zu erwartenden neuen Börsenkurs als Mischkurs aus Emissions- und altem Aktienkurs und kommentieren Sie Ihr Ergebnis kurz!
- RAFFAEL besitzt einige LEONARDO-Aktien. Er möchte sich – wenn möglich – an der Kapitalerhöhung nach der Methode der „opération blanche“ beteiligen, d.h. so viele Bezugsrechte verkaufen, damit der Erlös gerade ausreicht, die restlichen Bezugsrechte auszuüben. Stellen Sie fest, wie groß RAFFAELS Aktienbestand gerade sein muss, damit dieses Verfahren genau aufgeht!

2.2.4.2 Ankündigungs-, Verwässerungs- und Kompensationseffekt

Die vorstehenden Überlegungen verdeutlichen, welche Funktionen dem Bezugsrecht der Altaktionäre im Rahmen einer Kapitalerhöhung zukommen. So ermöglicht es den Altaktionären zunächst, ihre bisherige **Beteiligungsquote aufrechtzuerhalten**. Dies setzt selbstverständlich voraus, dass die entsprechenden Aktionäre in der Lage und bereit sind, den anteiligen Emissionsbetrag aufzubringen. Dieser Aspekt dürfte insbesondere bei Aktiengesellschaften mit einem überschaubaren Aktionärskreis sowie für Großaktionäre mit nennenswerten Beteiligungsquoten bedeutsam sein.

Erhaltung von
Stimmrechtsquoten

Aus der Sicht vieler „kleinerer“ Aktionäre von Publikumsgesellschaften dürfte demgegenüber vor allem der Umstand wichtig sein, dass der mit einer Kapitalerhöhung unter Börsenkurs verbundene Kursverlust der Altaktien, also der Verwässerungseffekt, durch die Institution des Bezugsrechtes weitgehend neutralisiert wird. Folgendes Beispiel dient zunächst der Verdeutlichung für die Gegebenheiten unseres idealisierten Modellmarktes.

Neutralisierung des
Verwässerungseffektes

Beispiel 7:

Eine AG führt eine Kapitalerhöhung im Verhältnis $b = 4:1$ durch. Der Emissionskurs der neuen Aktien soll $C_E = 120$, der Börsenkurs der Aktie „cum right“ $C_{B0} = 150$ betragen.

Mithin ergibt sich gemäß (4) ein rechnerischer Bezugsrechtswert von

$$B = \frac{150 - 120}{4 + 1} = 6$$

und gemäß (5) ein Mischkurs von

$$C'_{B0} = \frac{4 \cdot 150 + 120}{4 + 1} = 144$$

Es werden zwei Aktionäre A und B betrachtet mit einem Altbestand an Aktien von jeweils 20 Stück und einem Barbestand von jeweils 1.000 GE (Gesamtvermögen damit jeweils $20 \cdot 150 \text{ GE} + 1.000 \text{ GE} = 4.000 \text{ GE}$).

A übt die Bezugsrechte voll aus; dann ergibt sich für sein Vermögen nach Kapitalerhöhung:

– Aktienbestand	$20 + 5 = 25$ à 144 GE	=	3.600 GE
– Barbestand	$1.000 \text{ GE} - 5 \cdot 120 \text{ GE}$	=	400 GE
	Gesamtvermögen	=	4.000 GE

Sein Vermögen ist also der Höhe nach unverändert geblieben. Dabei ist der *Kursverlust* $20 \cdot 6 \text{ GE} = 120 \text{ GE}$ gerade durch den *Kursgewinn* der jungen Aktie von $5 \cdot 24 \text{ GE} = 120 \text{ GE}$ ausgeglichen worden. Es hat jedoch eine Umschichtung von Bar- in Aktienvermögen stattgefunden.

B übt gar nicht aus und verkauft die Bezugsrechte; für sein Vermögen gilt also:

– Aktienbestand	20 à 144 GE	=	2.880 GE
– Barbestand	1.000 GE + 20 · 6 GE	=	1.120 GE
	Gesamtvermögen	=	4.000 GE

Auch das Vermögen des B ist insgesamt konstant geblieben; für ihn hat sich jedoch eine Umschichtung von Aktien- in Barvermögen ergeben, was einer teilweisen Liquidation seines Aktienvermögens gleichkommt. Dabei ist der Kursverlust von 120 GE bei den Altaktien jetzt gerade durch den Verkaufserlös der Bezugsrechte ausgeglichen worden.

Betrachten wir weiterhin einen Anleger C, der bislang keine Aktien der betrachteten AG besitzt, jedoch 4 Bezugsrechte kauft und ausübt. Der Erwerb einer jungen Aktie kostet ihn somit:

4 Bezugsrechte à 6 GE	=	24 GE
+ Emissionskurs	=	120 GE
= Gesamtpreis	=	144 GE

also genau so viel, wie die junge Aktie wert ist.

Ein weiterer Anleger D schließlich besitze bislang auch keine Aktien der betrachteten AG, erwerbe während des Bezugsrechtshandels jedoch eine alte Aktie „ex right“. Bei einem Kurs „cum right“ von 150 GE und einem Bezugsrechtswert von 6 GE muss der Kurs „ex right“ offenbar $150 - 6 \text{ GE} = 144 \text{ GE}$ betragen. Das aber entspricht genau dem für die Aktien insgesamt zu erwartenden Kurs nach vollzogener Kapitalerhöhung.

Insgesamt sind also – zumindest der Tendenz nach – folgende Effekte mit der Institution des Bezugsrechts verbunden:

Effekte
des Bezugsrechts

- Der Aktionär, der sich nicht an der Kapitalerhöhung beteiligt, erhält in Form der Bezugsrechtserlöse eine Kompensation für den ihn treffenden Kursverlust.
- Der Aktionär hingegen, der sich an der Kapitalerhöhung beteiligt, wird für den Kursverlust seiner Altaktien gerade dadurch entschädigt, dass die ihm kostenlos zur Verfügung stehenden Bezugsrechte den Erwerb junger Aktien zu einem Emissionskurs erlauben, der unter dem späteren Börsenkurs liegt.
- Außenstehende Anleger schließlich, die bisher überhaupt nicht an dem emitierenden Unternehmen beteiligt waren, müssen für die Möglichkeit, Aktien zu dem günstigeren Emissionskurs zu erwerben, in Form des den Altaktionären zufließenden Bezugsrechtspreises so viel bezahlen, dass sich daraus per Saldo gegenüber dem Direkterwerb einer Aktie letztlich doch kein Vorteil ergibt. Das gleiche gilt auch für die Altaktionäre, die sich an der Kapitalerhöhung über ihre bisherige Quote hinaus beteiligen wollen.

Das Bezugsrecht erfüllt also die Funktion, andernfalls mit dem „Verwässerungseffekt“ einhergehende Vermögensverschiebungen innerhalb der Gruppe der Altaktionäre sowie zwischen Aktionären und außenstehenden Anlegern zu verhindern (**Kompensationseffekt** des Bezugsrechts). Dementsprechend wird auch allgemein die Ansicht vertreten, dass die Geschäftsleitung einer AG bei einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts – von Ausnahmefällen abgesehen – verpflichtet ist, die jungen Aktien in etwa zum herrschenden Börsenkurs zu emittieren.

Kompensationseffekt

Um möglichen Missverständnissen vorzubeugen, ist es wichtig, sich im Zusammenhang mit der Bedeutung des Bezugsrechtes noch einmal folgende **Ursache-Wirkungs-Beziehungen** zu verdeutlichen:

Ursache-Wirkungs-
Beziehungen

- Die **Ursache** für den Wert des Bezugsrechts besteht einzig und allein darin, dass es den Erwerb von Aktien zu einem unter dem Marktwert liegenden Kurs erlaubt. Auf einem hinlänglich funktionierenden Markt muss sich der entsprechende Preis dann – zumindest annähernd – so einpendeln, dass der Vorteil des günstigeren Aktienerwerbs durch den Preis der entsprechenden „Zulassungsberechtigung“ gerade kompensiert wird.
- Die **Wirkung** einer solchen Gleichgewichtspreisbildung besteht dann in den oben ausführlich dargelegten vermögensmäßigen Kompensationseffekten zugunsten der Altaktionäre.

Dabei ist die Höhe des Emissionskurses – und daraus resultierend des Bezugsrechtskurses – für die grundsätzliche Wirkung des Kompensationseffektes nicht bedeutsam. Töricht ist insbesondere die in der Wirtschaftspresse gelegentlich verbreitete Ansicht, ein *niedriger* Emissionskurs sei wegen des dann tendenziell teuren Bezugsrechtes für die Aktionäre besonders günstig. Hier wird offenbar nur auf den möglichen Bezugsrechtserlös geschaut, der gerade entgegengesetzt wirkende Verwässerungseffekt jedoch nicht beachtet.

Relevanz
des Emissionskurses

Eine andere Frage ist es, wie eine Kapitalerhöhung als solche aus Aktionärssicht zu beurteilen ist. In der Tat muss es keineswegs unsinnig sein, wenn Aktionäre das Bekanntwerden der Absicht der Geschäftsleitung, eine Kapitalerhöhung durchzuführen, positiv bewerten. Dieser Umstand resultiert im Wesentlichen aus der gerade bei Publikumsaktiengesellschaften besonders ausgeprägten Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht und dem daraus in aller Regel resultierenden deutlichen Informationsvorsprung der Geschäftsleitung vor den Aktionären und sonstigen Geldanlegern (vgl. oben Abschnitt 1.3.5). Letztere sind bei ihrer individuellen Einschätzung des zukünftigen Erfolgspotentials einer AG ganz wesentlich darauf angewiesen, von der Geschäftsleitung unmittelbare Informationen über die Ertragslage zu erhalten oder aus deren Verhaltensweisen indirekte Schlüsse zu ziehen. Im Zuge einer solchen Informationsbeschaffung und -verarbeitung mag

Ankündigung einer Kapitalerhöhung

die Ankündigung einer beabsichtigten Kapitalerhöhung dann durchaus als positives Signal interpretiert werden. Zudem bereiten die Geschäftsleitungen von Aktiengesellschaften Kapitalerhöhungen in der Regel auch publizitätsmäßig in der Weise vor, dass in größerem Umfang – eventuell vorher bewusst zurückgehaltene – positive Informationen über die aktuelle Geschäftslage und die weiteren Entwicklungsperspektiven des Unternehmens verbreitet werden.

All dies kann dazu führen, dass das künftige Erfolgspotential der betrachteten AG von den Anlegern allgemein höher eingeschätzt wird als bisher. Da Geldanleger jedoch – sinnvollerweise – nicht erst auf den Vollzug bestimmter Maßnahmen reagieren, sondern bereits auf hinlänglich verlässliche Informationen über entsprechende Absichten, ist es nicht unvernünftig anzunehmen, dass bereits bei der *Ankündigung* einer solchen Maßnahme

- die Bereitschaft der Anleger, die betrachtete Aktie zu dem bisherigen Kurs zu kaufen, zunehmen und gleichzeitig
- die Bereitschaft der bisherigen Aktionäre, ihre Aktien zu diesem Kurs zu verkaufen, abnehmen

wird. Das durch gestiegene Kaufbereitschaft (Nachfrage) und verminderte Verkaufsbereitschaft (Angebot) entstehende Ungleichgewicht kann dann nur durch eine Kurssteigerung zum Ausgleich gebracht werden. In einer solchen Situation bewirkt also allein schon das Bekanntwerden der Kapitalerhöhungsabsicht eine autonome Kurssteigerung. Wir wollen diese Signalwirkung als **Ankündigungseffekt** bezeichnen. Die in diesem Sinne positive Signalwirkung einer Kapitalerhöhung kommt mithin auf jeden Fall den Altaktionären zugute – und zwar bereits vor dem eigentlichen Vollzug der Kapitalerhöhung.

Ankündigungseffekt

Um Missverständnissen vorzubeugen, sei abschließend noch darauf hingewiesen, dass sich der Ankündigungseffekt keineswegs zwangsläufig in einer *Kurssteigerung* niederschlagen muss. Vielmehr kann man sich auch Situationen vorstellen, in denen es zu einem *negativen* Ankündigungseffekt kommt, etwa weil „der Markt“ in der Kapitalerhöhung vor allem eine Verminderung der mit dem bisherigen hohen Verschuldungsgrad verbundenen *Leverage-Chancen* (siehe Abschnitt 1.3.2.2) sieht.

Negativer Ankündigungseffekt

Zur Einübung und Vertiefung der mit dem Bezugsrecht verknüpften Effekte wird abschließend auf die ergänzenden Übungsaufgaben 9 und 37 (in Moodle) sowie auf Aufgabe 2.52 und 2.53 in dem Übungsbuch BITZ/EWERT (2011) verwiesen.

3 Außenfinanzierung durch Fremdfinanzierung

3.1 Systematisierung der Instrumente der Fremdfinanzierung

3.1.1 Vorüberlegungen

Nachdem Ihnen im vorangegangenen Kapitel ein Überblick über die Aktienemission als wichtigster Form der Eigenfinanzierung vermittelt worden ist, wenden wir uns im Folgenden einer Darstellung der wichtigsten Instrumente der Fremdfinanzierung zu. Maßnahmen der Fremdfinanzierung sind nach der Abgrenzung im Abschnitt 1.2.2 konstitutiv dadurch gekennzeichnet, dass der entsprechende Geldgeber **in der Insolvenz** des schuldnerischen Unternehmens die **Rechtsstellung eines Gläubigers** hat. Die wichtigsten Bestandteile entsprechender Verträge sind

- die Auszahlungs- und Tilgungsmodalitäten (Abschnitt 3.1.2),
- die Verzinsungsmodalitäten (Abschnitt 3.1.3) und
- die Besicherungsmodalitäten (Abschnitt 3.1.4).

Bestandteile
von Kreditverträgen

Bezüglich der Art und Weise, wie ein insbesondere durch diese Merkmale gekennzeichneteter Fremdfinanzierungsvertrag zustande kommt, soll im Folgenden zwischen der Individualfinanzierung (Abschnitt 3.2.1) und der Emissionsfinanzierung (Abschnitt 3.2.2) unterschieden werden.

Maßnahmen der **Individualfinanzierung** sind dadurch gekennzeichnet, dass das geldnehmende Unternehmen mit dem Geldgeber einen individuell ausgestalteten Vertrag abschließt, bei dem alle oder zumindest mehrere Vertragselemente ausgehandelt werden. Dabei soll allerdings die Möglichkeit nicht ausgeschlossen sein, dass der Geldgeber einzelne Vertragselemente standardmäßig für eine Vielzahl von ihm abgeschlossener Finanzierungsverträge vorgibt und dem Geldnehmer insoweit nur die Möglichkeit lässt, diese zu akzeptieren oder auf den Vertragsabschluss ganz zu verzichten. Als Beispiel wäre etwa an die Finanzierung durch ein Bankdarlehen zu denken, bei dem die Bank die Höhe des Zinssatzes einseitig vorgibt, ansonsten jedoch der Darlehensbetrag, die Art der Tilgung und die Besicherungsmodalitäten innerhalb einer bestimmten Bandbreite frei ausgehandelt werden.

Kennzeichen

Maßnahmen der **Emissionsfinanzierung** sind demgegenüber dadurch gekennzeichnet, dass

Kennzeichen

- der Geldnehmer sämtliche Vertragsbedingungen in den sogenannten **Emissionsbedingungen** einseitig festlegt und

- einem mehr oder weniger anonymen Anlegerpublikum eine Vielzahl gleichartiger, in der Regel in Form von fungiblen Wertpapieren verbriefter, Finanztitel in kleinerer „Stückelung“ zu einem festgelegten Preis, dem sogenannten **Emissionskurs**, zum Kauf anbietet.

Der Emittent überlässt den Anlegern somit nur noch die Möglichkeit, die Gesamtheit der festgelegten Vertragselemente zu akzeptieren oder nicht. Entscheidet sich ein Anleger grundsätzlich für ein entsprechendes Engagement, so verbleibt ihm als einziger Aktionsparameter, die Höhe seines Finanzierungsbeitrages und dementsprechend die Anzahl der zu übernehmenden „Stücke“ festzulegen. In der praktischen Abwicklung werden derartige Emissionen in aller Regel unter Einschaltung eines Bankenkonsortiums abgewickelt.

3.1.2 Auszahlungs- und Tilgungsmodalitäten

Bei der Festlegung der Auszahlungs- und Tilgungsmodalitäten sind insbesondere folgende drei Größen zu unterscheiden:

- | | |
|--------------------|--|
| Nennbetrag | – Der Nennbetrag ist eine rein rechnerische Größe, die Bemessungsgrundlage für verschiedene Rechnungen ist, z.B. für die Berechnung der Höhe von Zinszahlungen. |
| Auszahlungsbetrag | – Der Auszahlungsbetrag ist der Betrag, der tatsächlich ausgezahlt wird, d.h. der effektive Mittelzufluss beim Schuldner. Der Auszahlungsbetrag wird häufig in Prozent des Nennbetrages ausgedrückt und als „Auszahlungs- oder Emissionskurs“ bezeichnet, z.B. Auszahlung eines Hypothekendarlehens zu 95%. Ist der Auszahlungsbetrag höher als der Nennbetrag, so bezeichnet man die Differenz als (Emissions-)Agio, im umgekehrten Falle als (Emissions-)Disagio oder Damnum. Neben der Höhe des Nominalzinses beeinflusst die Gestaltung des Auszahlungskurses die effektive Verzinsung eines Fremdfinanzierungskontraktes. Wir werden darauf im Abschnitt 3.1.3 noch einmal zurückkommen. |
| Rückzahlungsbetrag | – Der Rückzahlungsbetrag ist der Betrag, der insgesamt an den Gläubiger zurückzuzahlen ist. Der Rückzahlungsbetrag ist damit die Summe der vereinbarten Tilgungsleistungen. Er stimmt in der Bundesrepublik in der Regel – wenn auch nicht zwingend – mit dem Nennbetrag überein. |
| Tilgungsformen | Bezüglich der Tilgungsmodalitäten sind im Grunde beliebige Gestaltungsformen denkbar. Generell jedoch können folgende Tilgungsformen unterschieden werden: |

- Bei **vertraglich nicht festgelegtem Tilgungsverlauf**, wie dies z.B. beim Kontokorrentkredit der Fall ist, kann der Schuldner – abgesehen von dem Fall der Kündigung durch den Geldgeber – die Verbindlichkeit nach eigenem Ermessen zurückzahlen, z.B. je nach eigenem Zahlungseingang. Die Konstruktion, dass nicht der Schuldner, sondern der Gläubiger den Tilgungsverlauf in nennenswertem Umfang nach eigenem Ermessen bestimmen kann, ist demgegenüber seltener anzutreffen.
- Bei **vertraglich festgelegtem Tilgungsverlauf** sind drei wichtige Grundtypen zu unterscheiden:
 - Bei der gesamtfälligen Tilgung erfolgt die Tilgung in einem Betrag entweder nach Zeitablauf oder nach Kündigung. Gesamtfällige Tilgung
 - Bei der Ratentilgung erfolgt die Tilgung in pro Zeitabschnitt (Jahr, Quartal, Monat) gleichhohen Tilgungsbeträgen bis zum Ende der Laufzeit. Ratentilgung
 - Bei der Annuitätentilgung bleibt der pro Jahr zu leistende Gesamtbetrag aus Tilgung und Zinsen während der vereinbarten Laufzeit konstant. Dieser Tilgungsverlauf ist typischerweise bei Hypothekarkrediten anzutreffen. Annuitätentilgung

Bei der Vereinbarung von Raten- oder Annuitätentilgungen ist es zudem möglich, zunächst einige „Freijahre“ (oder auch „tilgungsfreie Jahre“) zu vereinbaren, in denen zunächst nur die laufenden Zinsen fällig sind, bevor nach einigen Jahren der vorgesehene Tilgungsrhythmus einsetzt.

3.1.3 Verzinsungsmodalitäten

Bezüglich der Verzinsungsmodalitäten sind insbesondere **Höhe und Bezugsgröße** des Nominalzinses sowie die **Termine** für Zinsbelastung und Zinszahlung zu beachten. Gemeinsam mit den Auszahlungs- und Tilgungsmodalitäten bestimmen diese Größen zugleich auch die effektiven Finanzierungskosten des Geldnehmers sowie die Anlagerendite für den Geldgeber. Verzinsungsmodalitäten

Der Nominalzins bezeichnet den vertraglich vereinbarten Zinssatz, der bei der in ihren Varianten im Folgenden noch näher darzustellenden Berechnung der jeweiligen Zinsschuld anzusetzen ist. Bezüglich der Festlegung seiner Höhe bestehen im Wesentlichen folgende drei Möglichkeiten: Höhe des Nominalzinses

- Der Zinssatz wird für die gesamte Laufzeit des Kreditvertrages starr festgelegt.
- Der Zinssatz wird an eine andere Größe gekoppelt, bei der es sich entweder um eine administrierte Größe wie den von der Deutschen Bundesbank vorgegebenen Zinssatz für Offenmarktgeschäfte handelt,¹⁾ oder um aus dem Marktkontext abgeleitete Größen wie den EURIBOR oder den LIBOR (EURO/London Interbank Offered Rate)²⁾. Eine entsprechende **Zinsgleitklausel** könnte etwa vorsehen, dass der jeweils anzurechnende Zinssatz um 3 Prozentpunkte über dem als Bezugsbasis vereinbarten EURIBOR- bzw. LIBOR-Satz einer bestimmten Laufzeit liegt.
- Der „anzusetzende Zinssatz“ kann durch den Geldgeber, speziell ein Kreditinstitut, jederzeit oder zu bestimmten Terminen „an die allgemeine Marktlage“ angepasst werden.

Bezugsgröße
des Nominalzinses

Bei der Bezugsgröße des Nominalzinses interessiert die Frage, auf welche Größe der in Prozent ausgedrückte Nominalzinssatz zur Berechnung der jeweiligen Zinsbelastung bezogen wird. Hier kommt den folgenden beiden Varianten besondere Bedeutung zu:

- Als Bezugsgröße für die Zinsberechnung dient die verbleibende **Restschuld**. Dies ist der insgesamt zu tilgende Betrag abzüglich der bereits erfolgten Tilgungen, jedoch zuzüglich der belasteten, aber noch nicht bezahlten Zinsen.
- Alternativ kann der **ursprüngliche Nennbetrag** ohne Rücksicht auf bereits erfolgte Tilgungsleistungen Bezugsgröße für die Zinsberechnung sein.

Zinstermine

Bezüglich der Zinstermine ist zu unterscheiden zwischen

- den Zeitpunkten der Zinsbelastung, d.h. der *buchtechnischen* Erhöhung der jeweils bestehenden Restschuld um anteilige Zinsbeträge, und
- den Zeitpunkten für die Leistung der *Zinszahlungen* durch den Schuldner.

1 Im Rahmen von sog. Offenmarktgeschäften kauft die Deutsche Bundesbank lombardfähige (beleihungsfähige) festverzinsliche Wertpapiere auf und trifft gleichzeitig mit dem Verkäufer der Wertpapiere eine Rückkaufvereinbarung. Die Laufzeit dieser Geschäfte beträgt üblicherweise ca. 2 Wochen. Die Höhe des Rückkaufpreises hängt neben der Laufzeit des Offenmarktgeschäftes insbesondere auch von der Höhe des durch die Deutsche Bundesbank vorgegebenen Zinssatzes für Offenmarktgeschäfte ab.

2 Beim EURIBOR und LIBOR handelt es sich um Zinssätze, zu denen Banken an den Finanzplätzen der Teilnehmerstaaten der Europäischen Währungsunion bzw. in London bereit sind, anderen Banken („ersten Adressen“) kurzfristig, z.B. für 3 Monate, Geld zu leihen.

Die Zinsbelastung, d.h. die buchtechnische Zurechnung der Zinsbeträge zur Restschuld, kann zum einen z.B. monatlich, quartalsweise oder jährlich vorgenommen werden. Zum anderen kann die Berechnung vorschüssig oder nachschüssig erfolgen, d.h. zum Anfang oder zum Ende der jeweiligen Zinsbelastungsperiode.

Will man die Konditionen verschiedener Finanzierungsangebote miteinander vergleichen, so reicht dazu die Betrachtung der Nominalzinsen nicht aus; vielmehr müssen weitere preisbeeinflussende Faktoren, wie z.B. Disagio, etwaige Bearbeitungsgebühren, Zins- und Tilgungstermine etc., mit ins Kalkül gezogen werden. Der Versuch, all diese Faktoren zur Verdeutlichung der **Finanzierungskosten** in einer einzigen Kennzahl als Prozentsatz auszudrücken, führt zur Berechnung des sogenannten **Effektivzinssatzes**. Um den Aussagegehalt derartiger Berechnungen zu verdeutlichen, kann man sich hypothetisch vorstellen, ein Kreditnehmer

Finanzierungskosten

- würde sämtliche ihm aus der Kreditaufnahme effektiv *zufließenden* Zahlungen sofort auf ein Sparkonto einzahlen und
- sämtliche von ihm zu *erbringenden* Zins- und Tilgungsleistungen durch Abhebungen von diesem Sparkonto bestreiten.

Da die von dem Kreditnehmer zu leistenden Zins- und Tilgungszahlungen insgesamt stets höher sind als die erhaltene Zahlung, kann ein solches „Spielchen“ offenbar nur dann aufgehen, wenn das Sparguthaben zwischenzeitlich auch noch Zinsen abwirft. Bei hinlänglich hoher Verzinsung des Sparguthabens würde nach Abwicklung aller Zahlungen an den Geldgeber sogar noch ein Restguthaben verbleiben. Als Effektivzins des zugrundeliegenden Kredits kann nun der Zinssatz bezeichnet werden, mit dem unser fiktives Sparkonto abgerechnet werden müsste, damit

Effektivzinssatz

- alle Leistungen des Kreditnehmers in der oben skizzierten Weise durch Abhebungen von diesem Konto bestritten werden könnten,
- nach Abwicklung des gesamten Kredits jedoch gerade kein Restguthaben mehr verbleibt.

Folgendes Beispiel verdeutlicht diese Vorgehensweise:

Beispiel 8:

Ein Kredit im Nennwert von 100.000 GE wird zu 96% ausgezahlt. Die Tilgung ist zu 100% am Ende des vierten Jahres in einem Betrag fällig. Zwischenzeitlich sind jeweils zum Ende eines jeden Jahres 8% Zinsen auf den Nominalwert zu zahlen.

Finanzmathematische Berechnungen, die hier nicht wiedergegeben werden sollen, führen zu dem Ergebnis, dass der Effektivzins dieses Kredites 9,241% p. a. beträgt. Folgende Abrechnung unseres fiktiven Sparkontos bestätigt die Richtigkeit dieser Rechnung (Angaben auf volle GE-Beträge gerundet).

	Periodenbeginn	Periodenende		
Periode	Kontostand (1)	Zinsgutschrift (2)=0,09241 · (1)	Abhebung (3)	Kontostand (4)=(1)+(2) · / · (3)
1	96.000	8.871	8.000	96.871
2	96.871	8.952	8.000	97.823
3	97.823	9.040	8.000	98.863
4	98.863	9.136	108.000	(-1)

Abgesehen von einer aus Rundungsungenauigkeiten resultierenden minimalen Divergenz ist unser fiktives Sparkonto am Ende also wirklich ausgeglichen.

Der Kreditnehmer müsste also pro Jahr eine Verzinsung von 9,241% „erarbeiten“, um damit den Kredit vollständig tilgen und verzinsen zu können.

Näherungsformeln

Angesichts der rechentechnischen Schwierigkeiten, die bei der Berechnung von Effektivzinssätzen auftreten, sind in der Praxis vielfältige Näherungsformeln anzutreffen, die mehr oder weniger gute Approximationen an den mathematisch exakten Wert erlauben. Angesichts des heutigen Standes der Rechnertechnik kann die Existenzberechtigung solcher Näherungsformeln zwar in Frage gestellt werden;¹⁾ nichtsdestoweniger sind sie jedoch noch häufig anzutreffen. Folgendes Beispiel verdeutlicht eine solche Näherungsformel.

1 Mit der Preisangabenverordnung (PAngV) und den dazu ergangenen „Grundsätzen“ hat der Gesetzgeber Banken und andere Anbieter von Krediten und ähnlichen Finanzierungsleistungen verpflichtet, den „effektiven Jahreszins“ anzugeben und diesen in mathematisch exakter Weise zu berechnen.

Beispiel 9:

Näherungsweise kann die Effektivverzinsung \tilde{r} eines endfälligen Kredites, der

- zu C% ausgezahlt wird,
- in T Jahren zu 100% zurückzuzahlen ist und
- zwischenzeitlich zu i% p. a. zu verzinsen ist,

durch folgende Formel bestimmt werden:

$$(8) \quad \tilde{r} = \frac{i + \frac{100 - C}{T}}{C} .$$

Für den im Beispiel 8 betrachteten Kredit würde also gelten:

$$i = 8, \quad C = 96, \quad T = 4 \quad \text{und somit}$$

$$\tilde{r} = \frac{8 + \frac{100 - 96}{4}}{96} = \frac{9}{96} = 0,09375 = 9,375\% .$$

Im vorliegenden Fall würde der Effektivzinssatz durch die Näherungsformel also *überschätzt* und allenfalls in der Größenordnung einigermaßen treffend verdeutlicht.

Die oberflächliche Plausibilität der angegebenen Formel ergibt sich aus folgender Überlegung:

- Der Zähler gibt so etwas wie die „rechnerische Gesamtbelastung“ pro Jahr an, die sich aus dem tatsächlich zu zahlenden Zinsbetrag (i) und dem anteilig auf die gesamte Laufzeit (T) umgerechneten Disagio (100–C) ergibt.
- Diese rechnerische Gesamtbelastung wird dann im zweiten Schritt nicht auf den Nennwert des Kredites bezogen, sondern auf den Betrag, der dem Kreditnehmer effektiv zur Verfügung gestellt worden ist (C).

3.1.4 Besicherungsmodalitäten

3.1.4.1 Vorbemerkung

Wie wir im Abschnitt 1.3.3 schon näher gesehen haben, sind Gläubiger grundsätzlich verschiedenen Kategorien von Verlustrisiken ausgesetzt und, soweit sie diese erkennen, zumeist bemüht, sich dagegen zu schützen. Dazu können sie zunächst versuchen, sich *vor* Vertragsabschluss oder Erwerb eines Gläubigertitels gründlich über die Bonität des Schuldners zu informieren, um ein als zu riskant empfundenes Engagement von Anfang an zu vermeiden. Wir können an dieser Stelle auf die in diesem Zusammenhang relevanten Analyseinstrumente nicht weiter eingehen.

Für darüber hinausgehende Schutzmaßnahmen bieten sich im Wesentlichen zwei Ansatzpunkte, nämlich die Vereinbarung von Kündigungs- und Wohlverhaltensklauseln zum einen sowie die Vereinbarung traditioneller Kreditsicherheiten zum anderen.

3.1.4.2 Kündigungs- und Wohlverhaltensklauseln

Begrenzung
von Insolvenzeintritts-
und Delegationsrisiken

Kündigungs- und Wohlverhaltensklauseln zielen ganz allgemein darauf ab, die Verteilung von Gestaltungskompetenzen zwischen Schuldner und Gläubiger zugunsten des zweiten zu beeinflussen und dadurch insbesondere Insolvenzeintritts- und Delegationsrisiken zu begrenzen. Im Einzelnen können dabei folgende drei Kategorien von Klauseln unterschieden werden.

(1) Außerordentliche Kündigungsklauseln

Außerordentliche Kündigungsmöglichkeiten räumen dem Gläubiger die Möglichkeit ein, die Verbindlichkeit vor Ablauf der ursprünglich vorgesehenen Laufzeit fällig zu stellen, wenn sich die Vermögenssituation des Schuldners in zunächst nicht erwarteter Weise negativ entwickelt. Solche Kündigungsmöglichkeiten sehen etwa die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Kreditinstitute allgemein für den Fall unrichtiger Angaben des Schuldners über seine Vermögenslage sowie bei einer wesentlichen Verschlechterung seiner Vermögensverhältnisse vor.

(2) Indikatorengebundene Kündigungsklauseln

Neben einer derartig „offen“ formulierten Kündigungsklausel ist es auch möglich, konkreter fassbare Indikatoren für solche Gefährdungstatbestände festzulegen, deren Vorliegen den Gläubiger zu einer vorzeitigen Kündigung berechtigt. Hier findet man etwa Klauseln der Art, dass sich der Schuldner verpflichtet, für ausgewählte Jahresabschlusskennzahlen bestimmte Restriktionen einzuhalten, deren Wahrung allgemein als Zeichen für ein „gesundes“ Unternehmen angesehen wird.

Die Wirkung von Kündigungsklauseln beider Kategorien besteht

Wirkung von
Kündigungsklauseln

- zum einen darin, dass der Gläubiger die eigenen Ansprüche im Vorfeld einer sich abzeichnenden Krise möglicherweise noch vollständig realisieren kann sowie
- zum anderen darin, dass die Gefahr einer leicht möglichen Kündigung und der daraus möglicherweise resultierenden negativen Konsequenzen den Schuldner dazu bewegen kann, das eigene Verhalten stärker an den Interessen des Gläubigers auszurichten.

(3) Wohlverhaltensklauseln

Der letztgenannte Aspekt ist auch primärer Ansatzpunkt möglicher weiterer Vertragsklauseln, die unmittelbar darauf ausgerichtet sind, die Handlungsfreiheit des Schuldners im Interesse des jeweiligen Gläubigers einzuschränken. Hier ist etwa an Maßnahmen folgender Art zu denken:

- Die Delegation von Angehörigen von Kreditinstituten in die Aufsichtsgremien von Gesellschaften, die in hinlänglichem Ausmaß zumindest auf grundlegende geschäftspolitische Entscheidungen einwirken können,
- die Bindung der Kreditvergabe an ganz bestimmte Verwendungen der überlassenen Kapitalbeträge,
- die an die Kreditvergabe geknüpfte Verpflichtung, dass der Schuldner ganz bestimmte risikopolitische Maßnahmen ergreift, wie z.B. den Abschluss eines Versicherungsvertrages, durch den das Risiko des Untergangs eines Vermögenswertes abgedeckt wird,
- die Vereinbarung sogenannter **Negativklauseln**, wonach der Schuldner beispielsweise verpflichtet wird, sich ohne Zustimmung seines Vertragspartners nicht über eine bestimmte Grenze hinaus zu verschulden oder späteren Gläubigern „bessere“ Sicherheiten einzuräumen als dem Vertragspartner.

Einschränkungen
der Handlungsfreiheit
des Schuldners

Um derartigen Wohlverhaltensklauseln noch größere Wirkung zu verleihen, liegt es nahe, sie durch zusätzliche Kündigungsvereinbarungen für den Fall ihrer Verletzung zu ergänzen.

3.1.4.3 Traditionelle Kreditsicherheiten

Während Sicherungsvereinbarungen der bislang dargestellten Art primär darauf abzielen, dem Gläubiger im Bedarfsfall eine schnelle Lösung seines Engagements zu ermöglichen und die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Insolvenz zu begrenzen, kommt den traditionellen Kreditsicherheiten primär die Funktion zu, die Position des Gläubigers bei einer einmal eingetretenen Insolvenz zu verbessern, also speziell das Insolvenzverlustrisiko zu begrenzen. Darüber hinaus können derartige Vereinbarungen aber je nach ihrer konkreten Ausgestaltung als Sekundäreffekt das Verhalten des Schuldners beeinflussen, sei es, weil die Sicherungsvereinbarungen seinen effektiv möglichen Handlungsspielraum eingrenzen, sei es, weil sie sich auf seine Betroffenheit von einer möglichen Insolvenz auswirken.

Begrenzung des
Insolvenzverlustrisikos

Entsprechende Vereinbarungen können

„Reservierung“
von Vermögens-
gegenständen

- sich entweder darauf beziehen, bestimmte Gegenstände innerhalb des Gesamtvermögens des Schuldners – oder auch anderer Personen, z.B. des Gesellschafters einer GmbH – exklusiv für den betreffenden Gläubiger zu „reservieren“, ihm also ein Absonderungsrecht (s. Kurseinheit 1, Abschnitt 3.4.3.2) zu verschaffen,

Verpflichtung Dritter

- oder darin bestehen, dass sich neben dem eigentlichen Schuldner andere Personen zusätzlich verpflichten, für die vereinbarten Gläubigeransprüche aufzukommen.

Im juristischen Schrifttum werden diese beiden Kategorien von Kreditsicherheiten üblicherweise als **Realsicherheiten** und **Personalsicherheiten** bezeichnet.

Soweit Realsicherheiten aus dem Vermögen des Schuldners selbst bereitgestellt werden, laufen sie darauf hinaus, dass der begünstigte Gläubiger die eigene Position zu Lasten der übrigen Gläubiger verbessert.

Personalsicherheiten verbessern selbstverständlich ebenfalls die Position des begünstigten Gläubigers, allerdings nicht zu Lasten der übrigen Gläubiger, sondern zu Lasten des „Dritten“, der sich neben dem eigentlichen Schuldner zur Zahlung verpflichtet hat. Entsprechendes gilt auch für Realsicherheiten, soweit sie im Vermögen eines ansonsten nicht haftenden Dritten bestellt werden. Die Betroffenheit der übrigen Gläubiger von solchen Sicherungsmaßnahmen hängt vor allem von den weiteren Rechten des Dritten ab:

Gläubigersubstitution

- Kann er wegen der Leistung an den begünstigten Gläubiger seinerseits Ansprüche an den ursprünglichen Schuldner richten (z.B. bei der Bürgschaft), bleibt die Position der übrigen Gläubiger letztlich unberührt. Es hat lediglich eine **Gläubigersubstitution** stattgefunden.

Haftungserweiterung

- Ist diese Möglichkeit hingegen nicht gegeben, so profitieren auch die übrigen Gläubiger von solchen Sicherungsmaßnahmen, da sich die aus der vorgegebenen Vermögensmasse insgesamt zu befriedigenden Ansprüche verringern. Es kommt im Endeffekt also zu einer **Haftungserweiterung**.

Wir wollen im Folgenden die im Zusammenhang mit Fremdfinanzierungsverträgen wichtigsten Formen von Real- und Personalsicherheiten kurz etwas näher verdeutlichen.

(1) Realsicherheiten

Grundpfandrechte

Bei den Grundpfandrechten bezieht sich die „Reservierung“ zugunsten eines Gläubigers auf Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte (z.B. Erbbaurechte) einschließlich der darauf befindlichen Gebäude. Im Wege der Einzelvollstreckung oder in der Insolvenz steht dem begünstigten Gläubiger das Recht zu, das Grundstück versteigern zu lassen und den Erlös zur Abdeckung der noch ausstehenden Zahlungsansprüche zu verwenden.

Die grundpfandrechtliche Belastung eines Grundstücks wird im **Grundbuch** vermerkt, so dass ein potentieller Käufer des Grundstücks diesen Umstand klar erkennen kann. Mit der **Hypothek** gemäß §§ 1113–1190 BGB und der **Grundschild** gemäß §§ 1191–1198 BGB kennt das deutsche Recht zwei Arten von Grundpfandrechten, deren nähere Erläuterung späteren juristischen Kursen vorbehalten bleibt.

Hypothek und
Grundschild

Mobiliarpfandrechte

In ähnlicher Weise wie Grundstücke können auch bewegliche Sachen wie etwa Maschinen, Vorräte oder Wertpapiere gemäß §§ 1204–1258 BGB zugunsten eines Gläubigers belastet werden. Da hier jedoch ein dem Grundbuch entsprechendes Register nicht zur Verfügung steht, sieht der Gesetzgeber zur Sicherung des Gläubigers vor, dass diesem der **Besitz**, d.h. die effektive Verfügungsgewalt über die verpfändeten Gegenstände übertragen werden muss (sogenanntes Faustpfandprinzip).

Faustpfandprinzip

Durch diese Regelung ist die Anwendbarkeit des Mobiliarpfandrechtes im Bereich der Unternehmensfinanzierung allerdings erheblich eingeschränkt. Denn was nutzen einem Unternehmen neu angeschaffte und per Bankkredit finanzierte Vorräte oder Maschinen, wenn es damit gar nicht arbeiten kann, sondern diese Gegenstände bei der Bank eingelagert werden müssen? Praktische Bedeutung kommt daher im Allgemeinen nur der Verpfändung von Wertpapieren zu, die ja üblicherweise ohnehin von einer Bank verwahrt werden.

Sicherungsübereignung

Als Alternative zu dem wenig tauglichen Mobiliarpfandrecht hat die Wirtschaftspraxis das – gesetzlich nicht explizit geregelte – Instrument der Sicherungsübereignung entwickelt. Hier wird ein Kredit in der Weise durch die „Reservierung“ eines bestimmten Vermögensgegenstandes gesichert, dass der Kreditnehmer das Eigentum (d.h. das allgemeine Verfügungsrecht) daran an den Kreditgeber überträgt, die faktische Verfügungsgewalt, d.h. den Besitz an der Sache, jedoch behält.

Verfügungsgewalt
des Kreditnehmers

Sobald der Kreditnehmer seine Schulden begleicht, ist der Kreditgeber verpflichtet, das Eigentumsrecht an diesen zurückzuübertragen. Kommt der Kreditnehmer seinen Zahlungsverpflichtungen hingegen nicht nach, so kann der Kreditgeber kraft seines Eigentumsrechtes die Herausgabe der Sache verlangen und versuchen, den ihm zustehenden Betrag durch deren Veräußerung zu realisieren. In der Insolvenz steht dem Sicherungseigentümer allerdings wie beim traditionellen Pfandrecht ein Absonderungs-, und kein Aussonderungsrecht zu (vgl. dazu Kurseinheit 1, Abschnitt 3.4.3).

Sicherungsabtretung von Forderungen und anderen Rechten

Analog zur Sicherungsübereignung beweglicher Sachen können auch Forderungen und andere Rechte zur Sicherung von Ansprüchen aus Finanzkontrakten abgetreten werden. Dabei sind die für eine entsprechende Abtretung („Zession“) in §§ 398–413 BGB enthaltenen Vorschriften zu beachten.

Zession

(2) Personalsicherheiten

Bürgschaften

Bei einer Bürgschaft gemäß §§ 765–778 BGB werden die Ansprüche eines Geldgebers dadurch gesichert, dass sich ein Dritter – z. B. eine „Konzernmutter“, der Gesellschafter einer GmbH oder auch eine Bank – bereiterklärt, unter bestimmten Voraussetzungen die gesicherte Forderung an Stelle des eigentlichen Schuldners zu befriedigen. In der Praxis trifft man dabei in aller Regel die sogenannte **selbstschuldnerische Bürgschaft** an. Hier kann der Gläubiger sich sofort an den Bürgen halten, ohne zuvor versuchen zu müssen, von dem eigentlichen Schuldner Befriedigung zu erlangen.

Bürgschaft und Garantie

Der ökonomische Wert einer Bürgschaft hängt also in erster Linie von der gesamten Vermögenslage des Bürgen ab. Das gleiche gilt für zwei bürgschaftsähnliche Sicherungsinstrumente, die Garantie und die Schuldmitübernahme, deren nähere Behandlung ebenfalls späteren Kursen zum Bereich Recht vorbehalten bleiben soll.

Patronatserklärungen

Als Patronatserklärungen bezeichnet man verschiedenartige Erklärungen eines Konzernunternehmens gegenüber dem Kreditgeber eines anderen Unternehmens desselben Konzerns, die darauf abzielen, das Ausfallrisiko aus der Sicht des Kreditgebers zu vermindern. Das Spektrum entsprechender Erklärungen kann

Harte und weiche
Patronatserklärungen

- von sehr „weichen“, rechtlich unverbindlichen Formulierungen, die nicht mehr als ein „warm feeling“ vermitteln können,
- bis zu „harten“ Zusagen reichen, die als bürgschafts- oder garantiefähnliche Verpflichtungen zu werten sind.

Die Verwendung bestimmter Formen von Kreditsicherheiten schlägt sich teilweise auch in der Bezeichnung der entsprechenden Kreditverträge nieder. So spricht man etwa von

- Hypothekendarlehen oder Realkrediten (bei Grundpfandrechtlicher Sicherung),
- Lombardkrediten (bei der Sicherung durch die Verpfändung von Wertpapieren),
- Zessionskrediten (bei der Sicherung durch die Abtretung von Forderungen) oder
- Avalkrediten (bei der Sicherung durch eine Bürgschaft oder ähnliche Zusagen).

3.2 Ausgewählte Instrumente der Fremdfinanzierung

3.2.1 Individualfinanzierung

3.2.1.1 Kontokorrentkredit

Dem **Kontokorrentkredit** (§§ 355–357 HGB) liegt die Einräumung einer Kreditlinie durch ein Kreditinstitut zugrunde. Die zugesagte Kreditlinie stellt den Höchstbetrag dar, bis zu dem das Kontokorrentkonto überzogen werden darf. Die Inanspruchnahme des Kontokorrentkredites nimmt der Kreditnehmer jeweils nach eigenem Bedarf vor, soweit das die Abwicklung seines laufenden Zahlungsverkehrs jeweils erfordert.

Kontokorrentkredit

Der Kontokorrentkredit wird in der Regel entweder „bis auf weiteres“ mit kurzer, z.B. vierzehntägiger, Kündigungsfrist gewährt oder für eine feste Laufzeit von höchstens einem Jahr. Allerdings erfolgt oftmals eine ständige „Prolongation“ mit der Konsequenz, dass der Kontokorrentkredit de facto langfristig zur Verfügung steht. Für die Finanzplanung eines Unternehmens ist jedoch zu beachten, dass die Gefahr einer Kündigung seitens der Bank gerade dann besonders groß ist, wenn sich das Unternehmen in einer wirtschaftlich schwierigen Lage befindet, i. d. R. also ganz besonders auf den Fortbestand der Kreditbeziehung angewiesen ist.

Fristigkeit

Die Kosten des Kontokorrentkredites setzen sich i. d. R. zusammen aus

Kosten
des Kontokorrentkredits

- dem Soll-Zins nach jeweiliger Inanspruchnahme,
- der Bereitstellungsprovision auf die bereitgestellte (= Kreditlinie), aber nicht in Anspruch genommene Summe,
- und ggf. weiteren Preisbestandteilen (z.B. Umsatzprovision).

Die Sollzinsen werden den Kontokorrentkonten i. d. R. quartalsweise nachschüssig belastet.

Die Höhe des Zinssatzes ist in aller Regel variabel:

- Entweder behält sich die Bank eine jederzeitige Anpassung der Konditionen vor
- oder der Sollzins ergibt sich als Zuschlag zu einer anderen Zinsgröße, z.B. dem LIBOR.

Die erstgenannte Regelung ist vor allem bei sog. Dispositionskrediten an Private anzutreffen, während die von einer anderen Zinsgröße abhängige Verzinsung eher für Kredite an Unternehmen typisch ist.

Überziehung

Verfügt der Kreditnehmer durch Überweisungen, Daueraufträge, Barabhebungen, Ausstellung von Schecks etc. in einem solchen Ausmaß über sein Konto, dass die Kreditlinie überschritten würde, so kann die Bank die Ausführung der entsprechenden Aufträge ablehnen. Oftmals werden (kurzfristige) Überschreitungen der Linie jedoch stillschweigend akzeptiert; dem Kreditnehmer wird dann ein „Überziehungsprovision“ genannter Strafzins zusätzlich zu dem ohnehin anfallenden Sollzins in Rechnung gestellt.

3.2.1.2 Darlehensfinanzierung

Die wohl wichtigste Form der *langfristigen* Individualfinanzierung stellt die Darlehensaufnahme dar. Als Geldgeber kommen dafür insbesondere

- Kreditinstitute und
- Versicherungen sowie
- (insgesamt in geringerem Umfang) sonstige Privatpersonen oder Unternehmen

in Betracht.

Bankdarlehen

Das **Bankdarlehen** ist als langfristige Überlassung von Zahlungsmitteln durch ein Kreditinstitut zu kennzeichnen. In der Regel erfolgt die Überlassung in der Form des Buchkredits, die Ausgestaltung als Schuldscheindarlehen¹⁾ ist seltener.

1 Ein Schuldschein stellt kein Wertpapier im o.g. Sinne dar, sondern lediglich eine Beweisurkunde, die die Existenz eines bestimmten Anspruchs dokumentieren soll und zwar insbesondere bei einer etwaigen vorfälligen Abtretung des Anspruchs an einen anderen Geldgeber.

Die Laufzeit von Bankdarlehen liegt i. d. R. über 4 Jahren. Die Laufzeit ist entweder bereits bei der Kreditvergabe fest terminiert oder wird später durch die Kündigungsmöglichkeit nach einer längeren kündigungsfreien Zeit begrenzt. Die Tilgung erfolgt im Allgemeinen nach einem festen Tilgungsplan (Raten- oder Annuitätentilgung),¹⁾ häufig sind einige tilgungsfreie Jahre zum Beginn der Laufzeit vorgesehen.

Besichert werden Bankdarlehen primär durch Grundpfandrechte und Sicherungsübereignung (vgl. oben Abschnitt 3.1.4).

Der Nominalzins kann für die gesamte Laufzeit des Darlehens fest vereinbart oder während der Laufzeit durch Gleit- oder Anpassungsklauseln variabel gestaltbar sein. Die Höhe des Nominalzinses sowie des vorgesehenen Disagios – also die Höhe der Effektivverzinsung – sind u. a. abhängig vom Zinsniveau, von der Bonität des Darlehensnehmers sowie von den zur Verfügung gestellten Sicherheiten.

Neben den Kreditinstituten zählen die Versicherungsunternehmen – insbesondere im längerfristigen Bereich – traditionell zu den Geldgebern für die sonstigen Unternehmen. Ihr Anteil am gesamten Finanzierungsvolumen ist dabei seit Jahren durch eine stetige Aufwärtsentwicklung gekennzeichnet.

Versicherungsdarlehen

Die von Versicherungen vergebenen Darlehen waren lange Zeit fast ausschließlich als **Schuldscheindarlehen** ausgestaltet. Seit einigen Jahren gehen die Versicherungen jedoch zunehmend zu der im Bankgeschäft üblichen Form des Buchdarlehens über. Nichtsdestoweniger werden bei Versicherungen aufgenommene Darlehen ungeachtet dieser technischen Ausgestaltungsform häufig ganz pauschal als Schuldscheindarlehen bezeichnet.

Ausgestaltung von Versicherungsdarlehen

Die Vergabe von Schuldscheindarlehen kann direkt zwischen Versicherung und Kreditnehmer erfolgen. Häufig fungieren allerdings auch einzelne Banken, Bankenkonsortien oder spezielle Finanzmakler als Vermittler.

Schuldscheindarlehen lauten üblicherweise über Beträge in der Größenordnung von einigen 100.000 Euro bis 10 Mio. Euro. Die Laufzeiten liegen zwischen ca. 8 und 15 Jahren; die Tilgung erfolgt i. d. R. als Ratentilgung mit Freijahren. Dem Schuldner wird nur ausnahmsweise ein einseitiges Kündigungsrecht eingeräumt. Die Anforderungen an die Sicherheiten sind wegen der versicherungsaufsichts-

1 Bei der Ratentilgung erfolgt die Tilgung in jährlich gleichhohen Tilgungsbeträgen bis zum Ende der Laufzeit. Bei der Annuitätentilgung bleibt der pro Jahr zu leistende Gesamtbetrag aus Tilgung und Zinsen (Kapitaldienst) während der vereinbarten Laufzeit konstant. Da sich der Zinsanteil der Annuitätenzahlung jeweils nach der Höhe der verbleibenden Restschuld richtet, die im Laufe der Zeit sinkt, erhöht sich der Tilgungsanteil im Zeitablauf (vgl. dazu ausführlicher Abschnitt 2.4 der Kurseinheit 1 des Kurses Investition).

rechtlichen Bestimmung für Schuldscheindarlehen recht streng; überwiegend dienen erstrangige Grundpfandrechte zur Besicherung.

Kosten des
Schuldscheindarlehens

Die Kosten eines Schuldscheindarlehens setzen sich aus

- dem Zinssatz (wegen der geringeren Fungibilität 0,25%–0,5%-Punkte über dem Zinssatz vergleichbarer börsengehandelter Anleihen)
- und den einmaligen Nebenkosten bei der Darlehensaufnahme (etwa ½%–2% des Darlehensbetrages für die Sicherheitenbestellung und eine ggf. in Anspruch genommene Vermittlung) zusammen. Beachtet man jedoch, dass die Nebenkosten bei der Emissionsfinanzierung (s. u.) in der Regel deutlich höher sind, kann die Aufnahme eines Schuldscheindarlehens oftmals trotz des etwas höheren Nominalzinssatzes für den Kreditnehmer immer noch günstiger sein als die Ausgabe von Anleihen.

Privatdarlehen

Abschließend sei vollständigkeithalber noch auf die Möglichkeit hingewiesen, sog. **Privatdarlehen** aufzunehmen. Privatdarlehen werden nicht von professionellen Geldgebern zur Verfügung gestellt, sondern – in der Regel durch die Vermittlung von Finanzmaklern oder Finanzanzeigen – „von Privat an Privat“. In Kurseinheit 1, Abschnitt 2.5.3.2 haben Sie bereits „Stille Beteiligungen“ kennengelernt. Entgegen Ihrer Bezeichnung sind sie nach der hier gewählten Abgrenzung dem Bereich der Privatdarlehen, also der Fremdfinanzierung zuzurechnen. Sie sind ökonomisch gesehen, insbesondere dann, wenn eine Verlustbeteiligung ausgeschlossen ist, praktisch mit dem sog. partiarischen Darlehen, d.h. einem Darlehen mit gewinnabhängiger Verzinsung, gleichzusetzen.

Gesellschafterdarlehen

Wie Sie ebenfalls bereits aus Kurseinheit 1, Abschnitt 2.5.3.1 wissen, kommt außerdem für Gesellschaften mbH dem **Gesellschafterdarlehen** eine gewisse Bedeutung zu. Darunter versteht man ein Darlehen, das ein Gesellschafter seiner eigenen Gesellschaft gewährt. Auf die mit dieser speziellen Darlehensform verbundenen Probleme sind wir an dieser Stelle ebenfalls schon näher eingegangen.

3.2.1.3 Leasing

Begriffliche Grundlagen

Die Bezeichnung „Leasing“ wird für eine Vielzahl unterschiedlicher Vertragsformen verwendet, so dass es kaum möglich ist, den Begriff des Leasings umfassend zu definieren. Immerhin lassen sich einige Eigenschaften konstatieren, die so bezeichnete Verträge üblicherweise aufweisen. So besteht ein Kennzeichen darin, dass sich der Eigentümer eines Gebrauchsgutes, der sog. Leasinggeber, verpflichtet, diesen Gegenstand dem sog. Leasingnehmer gegen Zahlung eines periodisch zu erbringenden Entgelts, der sog. Leasingraten, für eine begrenzte Zeitdauer zur Nutzung zu überlassen. Insoweit enthalten Leasingverträge als Kern mehr oder weniger deutliche Elemente eines traditionellen Mietvertrages. Dementsprechend

ist im allgemeinen Sprachgebrauch auch keine klare Grenze mehr zwischen dem einfachen Mietvertrag und einem Leasingvertrag erkennbar. Üblicherweise sind Vereinbarungen, für die die Bezeichnung „Leasing“ verwendet wird, jedoch weiterhin dadurch gekennzeichnet, dass sie über die Regelung der reinen Gebrauchsüberlassung hinaus in mehr oder weniger großem Umfang weitere Vertrags-elemente enthalten, die für traditionelle Mietverträge untypisch sind.

Im Hinblick auf diese ergänzenden Vertragsklauseln existiert ein breites Kontinuum der grundsätzlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten. Dabei stellen die allgemein als Operate-Leasing und Finanzierungsleasing bezeichneten Vertragsarten zwei besonders profilierte Enden dieses Kontinuums dar, wobei in der realen Welt zahlreiche Zwischenformen existieren. Im Folgenden werden zwei idealtypische Ausgestaltungsformen des Operate-Leasing und des Finanzierungsleasing vorgestellt.

Verträge des **Operate-Leasing** weisen idealtypischerweise folgende Merkmale auf:

Merkmale
von Verträgen
des Operate-Leasings

- Die Verträge werden für eine im Vergleich zu der aus den sog. AfA-Tabellen¹ der Finanzverwaltung ersichtlichen, üblichen Einsatzdauer des Objektes kurze Dauer abgeschlossen oder sind – bei Abschluss auf unbestimmte Dauer – von beiden Seiten kurzfristig kündbar. Der Leasinggeber kann mithin nicht davon ausgehen, dass ein einziger Leasingvertrag schon ausreicht, das Leasingobjekt zu „amortisieren“, d.h. die Anschaffungs- oder Herstellungskosten, die Zinskosten und die anteiligen laufenden Verwaltungskosten des Leasinggebers abzudecken. Diese Amortisation des Leasinggegenstandes kann im Allgemeinen erst durch eine Kette mehrerer aufeinander folgender Leasingverträge erreicht werden.
- Das Objektisiko verbleibt wie bei herkömmlichen Mietverträgen beim Leasinggeber, der insbesondere die Gefahr des zufälligen Untergangs, des Diebstahls, der Überalterung, technischer Defekte etc. trägt.
- Die beiden zuvor genannten Umstände gemeinsam veranlassen Leasinggeber häufig, dem Leasingnehmer die Gebrauchsüberlassung nur im Verbund mit einem Vertrag über laufende Service- und Wartungsleistungen anzubieten, die der Leasinggeber selbst oder ein von ihm beauftragtes Unternehmen erbringt.

Verträge des **Finanzierungs-Leasing** weisen demgegenüber idealtypischerweise folgende Merkmale auf:

Merkmale von
Verträgen des
Finanzierungs-Leasings

¹ AfA ≡ Absetzung für Abnutzung, steuerliches Pendant zu dem, was Sie als „Abschreibung“ kennen.

- Die Verträge sind für eine längere Zeitspanne für beide Seiten unkündbar. In der Praxis liegt diese sog. **Grundmietzeit** zumeist in der Größenordnung von 60 bis 80% der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer.
- Dabei sind die Verträge typischerweise so ausgestaltet, dass die Anschaffungs- oder Herstellungskosten des Objektes, die Zinskosten und die laufenden Verwaltungskosten des Leasinggebers insgesamt durch eine etwaige Anfangszahlung, die laufenden Leasingraten und etwaige Zahlungen bei Beendigung des Leasingvertrages voll abgedeckt oder, wie man hier sagt, „amortisiert“ werden. Ein einziger Leasingvertrag bringt dem Leasinggeber also üblicherweise die volle Amortisation des Objektes. Dies gilt unbeschadet der später noch zu erläuternden Unterscheidung zwischen sog. Voll- und Teilamortisationsverträgen.
- Die Objektrisiken werden für die Dauer des Leasingvertrages durch entsprechende Vertragsklauseln weitgehend entweder unmittelbar oder zumindest in ihren monetären Konsequenzen auf den Leasingnehmer abgewälzt. Dieser wird etwa verpflichtet, auf eigene Kosten verschiedene Objektversicherungen abzuschließen oder eventuell auftretende Defekte selbst zu beheben.
- Häufig bieten die Leasinggeber allerdings trotzdem ergänzende Service- und Wartungsverträge an, ohne dass man dies jedoch als ein zwingendes Merkmal dem Finanzierungs-Leasing ansehen kann.

Vollamortisation

Teilamortisation

Beim Finanzierungs-Leasing haben sich im Laufe der Zeit **zwei grundlegende Vertragsvarianten** herausgebildet, die als Voll- und Teilamortisationsverträge bezeichnet werden. Vollamortisationsverträge sind dadurch gekennzeichnet, dass die während der Grundmietzeit fest vereinbarten Zahlungen, die sich aus einer etwaigen Anfangsauszahlung, den laufenden Leasingraten und aus einer etwaigen, unbedingt zu leistenden Abschlusszahlung bei Beendigung des Leasingvertrages zusammensetzen, *allein* zu einer vollen Amortisation des Leasingobjektes führen, also sowohl dessen Anschaffungs- oder Herstellungskosten als auch die laufenden Zins- und Verwaltungskosten des Leasinggebers abdecken. Bei Teilamortisationsverträgen decken die während der Grundmietzeit anfallenden Leasingraten demgegenüber die genannten Kosten nicht voll ab. Eine vollständige Amortisation wird allerdings ebenfalls erreicht, und zwar durch zusätzliche Vereinbarungen über die weitere Verwendung des Leasingobjektes nach Ablauf der Grundmietzeit und etwaige Abschlusszahlungen des Leasingnehmers.¹⁾ Insofern ist die Bezeichnung *Teilamortisationsverträge* eigentlich nicht ganz zutreffend.

1 In der Moodle-Lernumgebung unter „Sonstiges“ finden Sie mit Aufgabe 32 eine (ergänzende) Übungsaufgabe, die sich mit der Berechnung der Leasingrate bei Voll- und Teilamortisationsverträgen befasst. Diese Aufgabe können Sie allerdings erst nach Studium der Kurseinheiten 1 und 2 des Kurses Investition in vollem Umfang eigenständig bearbeiten.

Zur Differenzierung von Leasingverträgen ist außerdem zu beachten, welche Regelungen für die Zeit nach Ablauf der Grundmietzeit vorgesehen sind. Grundsätzlich sind in diesem Punkt beliebige Vereinbarungen denkbar. Die überwiegende Mehrzahl der in der Praxis tatsächlich anzutreffenden Vereinbarungen folgt allerdings einem der sechs durch die **Leasingerlasse**¹⁾ von 1971 und 1975 geprägten Modelle.

Leasingerlasse

Diese Erlasse beziehen sich auf die Frage, welche Vertragspartei bei Verträgen des Mobilienleasings im steuerlichen Sinn als **wirtschaftlicher Eigentümer** des Leasingobjektes anzusehen ist. Die Antwort auf diese Frage ist lediglich durch Würdigung sämtlicher Gegebenheiten des konkreten Einzelfalls zu geben. Durch die Erlasse sind jedoch einige besonders prägnante Ausgestaltungsformen von Leasingverträgen präzisiert worden, bei deren Vorliegen das Leasingobjekt – wie bei der „normalen“ Miete – steuerlich dem Leasinggeber zugerechnet wird.

Diesen Vorgaben entsprechend findet man in der praktischen Ausgestaltung der sog. **Vollamortisationsverträge** für das Ende der Grundmietzeit die drei Varianten, dass

- das Objekt an den Leasinggeber zurückgegeben und von diesem beliebig verwendet werden kann,
- der Leasingnehmer das Objekt zu einem zuvor festgelegten Preis kaufen kann, aber nicht muss (Kaufoption) oder
- der Leasingnehmer das Objekt zu einer ebenfalls zuvor schon festgelegten (niedrigeren) Anschlussmiete weiter mieten kann, aber nicht muss (Mietverlängerungsoption).

Kauf- und Verlängerungsoptionen

Bei **Teilamortisationsverträgen** findet man demgegenüber die folgenden drei Varianten:

- Bei Verträgen mit Andienungsrecht hat der Leasinggeber das Wahlrecht, das Leasingobjekt nach eigenem Gutdünken zu verwenden oder es dem Leasingnehmer zu einem bereits bei Vertragsabschluss festgelegten Preis zu verkaufen. Dabei wird dieser sogenannte Andienungspreis typischerweise so festgelegt, dass er den noch nicht „amortisierten“ Teil der Anschaffungs- und Finanzierungskosten des Leasinggebers gerade abdeckt.
- Verträge mit Aufteilung des Mehrerlöses sehen demgegenüber zwingend die Veräußerung des Leasingobjektes (durch den Leasinggeber) vor. An einem gegenüber dem vertraglich fixierten kalkulatorischen Restwert möglicher-

Andienungsrecht

Mehrerlösbeteiligung

1 Vgl. Schreiben des Bundesministers der Finanzen: Ertragsteuerliche Behandlung von Leasing-Verträgen über bewegliche Wirtschaftsgüter vom 19.4.1971, IV B/2 – S. 2170–31/71. Schreiben des Bundesministers der Finanzen: Steuerrechtliche Zurechnung des Leasing-Gegenstandes bei Teilamortisations-Leasing-Verträgen über bewegliche Wirtschaftsgüter vom 22.12.1975, IV B/2 – S. 2170–161/75.

weise eintretenden Mehrerlös wird der Leasingnehmer zu einem bestimmten Prozentsatz – i. d. R. 75% – beteiligt; ein etwaiger Mindererlös hingegen ist durch den Leasingnehmer zu 100% auszugleichen. Dabei wird der „kalkulatorische Restwert“ wiederum so festgelegt, dass er gerade dem noch nicht amortisierten Betrag entspricht.

Kündbarer Vertrag

- sogenannte kündbare Leasingverträge schließlich werden auf unbestimmte Zeit geschlossen und können nach Ablauf der für beide Seiten unkündbaren Grundmietzeit vom Leasingnehmer jederzeit gekündigt werden. Dabei wird typischerweise allerdings eine Abschlusszahlung in Höhe der durch die bis dahin erfolgten Leasingraten noch nicht gedeckten Gesamtkosten zu leisten sein, wobei allerdings 90% des von der Leasinggesellschaft möglicherweise erzielten Veräußerungserlöses auf die Restzahlung angerechnet werden.

Durch eine entsprechende Festlegung von Andienungspreis, Restwert oder Abschlusszahlung wird somit auch bei Teilamortisationsverträgen letztendlich eine (volle) Amortisation erreicht.

Übungsaufgabe 21:

- a) Verdeutlichen Sie für alle drei Typen von Teilamortisationsverträgen,
 - wodurch bei planmäßigem Ablauf letztlich doch eine Vollamortisation durch einen Vertrag gewährleistet wird,
 - in welchem Ausmaß der Leasinggeber an einer positiven Wertentwicklung des Leasingobjektes sogar über die Vollamortisation hinaus noch partizipiert.
- b) Was erscheint Ihnen an den üblichen Vertragsbezeichnungen
 - „Verträge mit Mehrerlösbeteiligung“ sowie
 - „Kündbare Leasingverträge“
 im Hinblick auf den durch diese Bezeichnungen hervorgerufenen Eindruck als problematisch?

3.2.2 Emissionsfinanzierung durch Anleihen und Genussscheine

3.2.2.1 Grundbegriffe

Die traditionelle Alternative zur Finanzierung durch Ausgabe von Aktien besteht in der Emission langfristiger festverzinslicher Wertpapiere, die über einen längeren Zeitraum hinweg zu einem gleichbleibenden, rentenähnlichen Einkommen führen. So ist die Bezeichnung **Rentenmarkt** für den gesamten börsenmäßigen Austausch von Gläubigerpapieren auch bis heute üblich geblieben. Über die traditionellen Rentenwerte hinaus sind im Laufe der Zeit allerdings vielfältige weitere Anlageformen entwickelt worden, die z. T. nur noch sehr wenig Ähnlichkeit mit dem klassischen Rentenpapier haben. Immerhin kann als gemeinsames Merkmal der im Folgenden zu behandelnden Wertpapiere noch festgehalten werden, dass ihre Eigentümer im Gegensatz zu Aktionären

- über keine gesellschaftsrechtlichen Mitgliedschaftsrechte verfügen und
- bei einer möglichen Insolvenz des Emittenten eine – wie auch immer im Detail ausgestaltete – Gläubigerstellung einnehmen.

Allgemeine Merkmale
von Anleihen

Die Vielfalt derartiger Finanztitel macht es praktisch unmöglich und inhaltlich auch unfruchtbar, alle tatsächlich anzutreffenden Erscheinungsformen aufzuzählen und zu würdigen. Stattdessen sollen im Folgenden die wichtigsten Ausprägungen der vier zentralen Konstruktionselemente derartiger Wertpapiere verdeutlicht werden. Es sind dies im einzelnen *Rückzahlungsregelungen*, *Zinsregelungen*, *Insolvenzregelungen* sowie Regelungen über zusätzliche *Bezugsrechte* gegenüber dem Emittenten. Wir werden diese vier Gruppen von Ausstattungsmerkmalen in den Abschnitten 3.2.2.2 bis 3.2.2.5 näher untersuchen. Die tatsächlich anzutreffenden Erscheinungsformen von Finanzanlagen können dann jeweils als Kombinationen ganz spezieller Ausprägungen dieser vier Hauptmerkmale begriffen werden.

Zentrale
Konstruktionselemente

3.2.2.2 Rückzahlungsregelungen

Als Rückzahlungsregelungen wollen wir die Gesamtheit der bei der Ausgabe der Wertpapiere fixierten Bedingungen bezeichnen, durch die festgelegt wird,

- in welcher zeitlichen Verteilung sowie ggf. unter welchen zusätzlichen Bedingungen und
- in welcher Höhe und Form

der Eigentümer eines Wertpapiers bei planmäßigem Ablauf von dem Emittenten Rückzahlungsbeträge erwarten kann. Die wichtigsten Ausprägungsformen dieser beiden Merkmale sollen im Folgenden kurz verdeutlicht werden.

(1) Rückzahlungszeitraum und -voraussetzungen

Im Hinblick auf die Laufzeit und die Rückzahlungsvoraussetzungen sind die folgenden Gestaltungsformen von besonderer Bedeutung.

Fester Tilgungsplan ohne Kündigungsrecht

Tilgung nach
festem Plan

Die Rückzahlung erfolgt nach einem bereits bei der Ausgabe der Wertpapiere definitiv festgelegten Terminplan. Kündigungsrechte bestehen auf keiner Seite. Dabei kann die Tilgung entweder durch eine einzige („gesamtfällige“) Rückzahlung erfolgen oder in Form von Raten- oder Annuitätszahlungen.

Kündigungsrecht des Gläubigers

Eine aus Anlegersicht besonders bei nicht börsengängigen Papieren interessante Variante besteht in der Möglichkeit, dem Eigentümer des Wertpapiers das Recht einzuräumen, das Papier ungeachtet des für den Normalfall vorgesehenen Tilgungsplanes vorzeitig an den Emittenten zurückzugeben.

Bedingtes
Rückgaberecht

Eine andere Variante besteht darin, dem Inhaber des Wertpapiers ein Rückgaberecht nur für das Eintreten ganz bestimmter Bedingungen einzuräumen. Bezüglich dieser „Bedingungen“ könnte einmal an bestimmte Konstellationen exogener Faktoren gedacht werden (z.B. des Zinsniveaus, der Preisentwicklung etc.). Zum anderen wäre es möglich, den Wertpapierinhabern für den Fall ein Kündigungsrecht einzuräumen, dass der Emittent bestimmten, zuvor festgelegten „Wohlverhaltensklauseln“ nicht nachkommt.

(2) Höhe und Form der Rückzahlung

Bezüglich der Frage, auf welchen Geldbetrag sich die Summe aller gem. (1) fälligen Rückzahlungsbeträge beläuft, sind im Wesentlichen die folgenden drei Varianten anzutreffen.

Betragsmäßige Fixierung

Fester Rückzahlungs-
betrag

Die einfachste Variante besteht darin, dass für den Rückzahlungsbetrag von Anfang an ein fester Geldbetrag fixiert wird. In diesem Fall des klassischen, festverzinslichen Wertpapiers ist es in Deutschland üblich, wenn auch nicht zwingend, die vorgesehenen Tilgungsleistungen so zu dimensionieren, dass ihre Summe dem Nennwert des ausgegebenen Papiers entspricht.

Indexierung

Neben der definitiven betragsmäßigen Fixierung besteht eine zweite Möglichkeit darin, den Rückzahlungsbetrag an die Wertentwicklung einer exogenen, von der wirtschaftlichen Entwicklung des Schuldners zumindest nicht direkt abhängigen Größe zu koppeln. Als derartige Bezugsgrößen kommen insbesondere Wechselkurse, Edelmetallpreise oder verschiedene Indizes (z.B. Ölpreisindex, Deutscher Aktienindex etc.) in Betracht. In den Emissionsbedingungen ist neben der Bezugsgröße selbst als weiteres die funktionale Verknüpfung zwischen deren Wert im Rückzahlungszeitpunkt und dem daraus resultierenden Rückzahlungsbetrag festzulegen. Im einfachsten Fall kann dies eine rein proportional steigende (oder auch fallende!) Beziehung sein. Es sind aber auch komplexere Zusammenhänge denkbar.

Indexanleihen

Erfolgsabhängiger Rückzahlungsbetrag

Eine dritte Variante zur Bestimmung des Rückzahlungsbetrages besteht in der Bindung an einen oder mehrere Indikatoren, die durch die wirtschaftliche Entwicklung des *Emittenten selbst* bestimmt werden. Eine Konstruktion dieser Art könnte darin bestehen, den Rückzahlungsbetrag als Anteil am Liquidationserlös zu definieren.

Eine andere Variante findet man häufig bei Genussrechtsanleihen „mit Verlustteilnahme“. Genussrechtsanleihen, auch **Genussscheine** genannt, sind überwiegend dadurch gekennzeichnet, dass ihren Inhabern keinerlei gesellschaftsrechtliche Mitwirkungs- und Kontrollbefugnisse zustehen, jedoch finanzielle Ansprüche, die – zumindest für einen gewissen Zeitraum – denen der Aktionäre ähnlicher sind als den Ansprüchen der Inhaber klassischer festverzinslicher Anleihen, wobei insbesondere eine mehr oder weniger stark ausgeprägte erfolgsabhängige Verzinsung als ein weiteres charakteristisches Merkmal angesehen wird. Insgesamt können Genussscheine mangels jeglicher rechtlichen Regelung sehr flexibel ausgestaltet werden. Bei Genussscheinen „mit Verlustteilnahme“ bestimmt sich der Rückzahlungsanspruch im Fälligkeitszeitpunkt als Differenz zwischen

Genussscheine

- dem (ursprünglichen) Nennwert der Genussscheine und
- der Summe der den Genussscheinen im Laufe der Zeit nach einem zuvor festgelegten Schlüssel zugerechneten Verlustanteile (ggf. vermindert um später wieder zugerechnete, aber nicht ausgeschüttete Gewinnanteile).

Folgende Übungsaufgabe gibt Ihnen Gelegenheit, sich mit einer solchen Regelung selbst etwas näher vertraut zu machen.

Übungsaufgabe 22:

Die EXPORT-AG hat ein Grundkapital von 10 Mio. GE, das in 200.000 Aktien à 50 GE zerlegt ist. Zum 1.1.1998 werden 50.000 Genussscheine im Nennwert von jeweils 100 GE ausgegeben, die u. a. folgende Konditionen aufweisen:

- Laufzeit 6 Jahre.
- Laufende Ausschüttung: Zum 30.6. eines jeden Geschäftsjahres 200% der Dividende auf eine 50-GE-Aktie für das vorangegangene Geschäftsjahr.
- Verlustteilnahme: Ein Drittel eines etwaigen Jahresfehlbetrages für die Geschäftsjahre von 1998 bis 2002 wird anteilig dem Genussscheinkapital zugerechnet und mindert den zum 31.12.2003 bestehenden Rückzahlungsanspruch von zunächst 100 GE pro Genussschein.

Die Entwicklung von Dividenden und Jahresergebnissen weist folgenden Verlauf auf:

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Jahresüberschuss (+) -fehlbetrag (-) (Mio. GE)	2,2	2,0	2,6	-1,5	-0,9	3,0	-1,8
Für das Geschäftsjahr beschlossene Dividende pro 50-GE-Aktie (GE)	10	10	12	0	0	8	0

Bestimmen Sie

- a) die jeweiligen Ausschüttungen pro Genussschein zum 30.6. der Jahre 1998 bis 2003,
- b) den Rückzahlungsanspruch zum 31.12.2003!

Will das Finanzmanagement Genussscheine als Finanzierungsinstrument nutzen, sind allerdings weitergehende formale Voraussetzungen zu erfüllen als bei der Emission „einfacher Anleihen“. Gemäß § 221 AktG setzt eine solche Maßnahme nämlich die Zustimmung der Hauptversammlung voraus. Zudem steht das Bezugsrecht auf die neu emittierten Genussscheine im Regelfall so wie bei der ordentlichen Kapitalerhöhung den Aktionären zu, sofern die Hauptversammlung das nicht ausdrücklich ausschließt.

3.2.2.3 Zinsregelungen

Unter Zinsregelungen wollen wir die Gesamtheit der bei der Ausgabe der Wertpapiere fixierten Bedingungen verstehen, durch die festgelegt wird, zu welchen *Zeitpunkten* sowie in welcher *Höhe und Form* der Eigentümer eines Wertpapiers über die im Abschnitt 3.2.2.2 erörterten Rückzahlungsbeträge hinaus weitere Zahlungen zu erwarten hat. Die wichtigsten Ausprägungen dieser beiden Gestaltungselemente sollen im Folgenden kurz verdeutlicht werden.

(1) Zinstermine

Bezüglich der Termine für die Zahlung von Zinsen und zinsähnlichen Leistungen kann zunächst danach differenziert werden, ob diese Zahlungen periodisch wiederkehrend oder einmal am Ende der Laufzeit erbracht werden.

- Die meisten der hier betrachteten Wertpapiere sind dadurch gekennzeichnet, dass Zinsen oder ähnliche Zahlungen während der gesamten Laufzeit in fest vorgegebenen periodischen Abständen – z.B. jährlich oder halbjährlich – erfolgen. Laufende Zinszahlungen
- Eine andere Variante besteht demgegenüber darin, die im einzelnen nach den soeben dargestellten Modalitäten periodisch explizit festgelegten Zinsansprüche nicht sofort auszuzahlen, sondern zunächst nur gutzuschreiben und erst am Ende der Kontraktlaufzeit – sei es durch Ablauf der planmäßigen Laufzeit, sei es durch vorzeitige Kündigung – zusammen mit dem Rückzahlungsanspruch auszuzahlen. Zinskumulation
- Ähnlich wie bei der (expliziten) Zinskumulation erfolgt auch bei Zero-Bonds („Null-Coupon-Anleihen“) keine laufende Zinszahlung. Die Verzinsung ergibt sich vielmehr implizit aus der Differenz zwischen dem festen Rückzahlungsbetrag am Ende der Laufzeit und dem – deutlich niedrigeren – Ausgabekurs. Es erfolgt allerdings auch keine buchmäßige Zurechnung von Zinsen. Dementsprechend sind vorzeitige Kündigungen beiderseitig ausgeschlossen. Zero-Bonds

(2) Höhe der Zinsleistungen

Bezüglich der Höhe der in den einzelnen Jahren der Wertpapierlaufzeit anzurechnenden – nicht zwingend auch auszuzahlenden – Zinsen sind ähnlich wie bei der Höhe der Rückzahlung drei Varianten zu unterscheiden. Die in den einzelnen Varianten maßgeblichen Zinssätze können sich sowohl auf die Restschuld als auch auf den Nenn- bzw. Nominalbetrag des betrachteten Wertpapiers beziehen.

Fester Zinsplan

Konstanter Zins

Eine Möglichkeit besteht darin, die in den einzelnen Perioden anzurechnenden Zinssätze schon im Emissionszeitpunkt definitiv festzulegen. Im einfachsten Fall wird dabei ein für alle Perioden konstanter Zinssatz fixiert. Bei einer sog. **Staffelanleihe** hingegen verändert sich der jährlich anzurechnende Zins nach einer von vornherein festgelegten Zinsstaffel. Bei den sog. **Kombizinsanleihen** ist für einen Teil der Laufzeit kein oder nur ein sehr geringer Nominalzins vorgesehen, für den Rest der Laufzeit dann aber eine umso höhere Nominalverzinsung.

Kopplung des Zinses an eine exogene Größe

LIBOR oder EURIBOR
als Zinsbasis

Neben der definitiven Fixierung der maßgeblichen Zinssätze besteht als zweites die Möglichkeit, diese an die Entwicklung einer anderen Größe zu koppeln. Als sog. Floating-Rate-Notes oder einfach „Floater“ haben solche Emissionen in den letzten beiden Jahrzehnten auf den deutschen und den internationalen Finanzmärkten zunehmend Bedeutung gewonnen, wobei als Bezugsgröße für den jeweils maßgeblichen Zinssatz in aller Regel auf Indikatoren für das Zinsniveau im kurzfristigen Geldgeschäft zwischen Kreditinstituten zurückgegriffen wird. Im internationalen Bereich haben die LIBOR-Sätze (LIBOR = London Inter Bank Offered Rate) bzw. EURIBOR-Sätze (EURIBOR = Euro Interbank Offered Rate) besondere Prominenz erlangt. Bei den täglich festgelegten LIBOR-Sätzen handelt es sich um die Durchschnittzinssätze, zu denen zwölf der wichtigsten international tätigen Banken am Bankplatz London bereit sind, anderen Banken mit erstklassigem Standing kurzfristige Kredite (mit unterschiedlichen Laufzeiten und in unterschiedlicher Währung) zu gewähren. Für kurzfristige Interbankkredite in der Währung Euro werden (losgelöst von einem bestimmten Bankplatz) analog seit einigen Jahren EURIBOR-Sätze ermittelt und täglich veröffentlicht. In die Berechnung dieser EURIBOR-Sätze gehen Meldungen von mehr als 50 Kreditinstituten (davon zurzeit 11 deutschen Banken) ein.

Erfolgsabhängige Verzinsung

Eine dritte Möglichkeit zur Bestimmung des maßgeblichen Zinssatzes, die typischerweise bei **Genussscheinen** anzutreffen ist, besteht in der Kopplung an einen unternehmensinternen Erfolgsindikator, z.B. den Jahresüberschuss oder die Dividendenzahlung des Emittenten. Dabei ist es zum einen möglich, neben den erfolgsabhängigen Zinsanteilen einen festen Mindestzins vorzusehen. Zum anderen kann der gesamte Zins aber auch nach oben begrenzt werden. Wie schon zuvor im Zusammenhang mit Genussscheinen erwähnt wurde, setzt die Emission von Anleihen, „bei denen die Rechte der Gläubiger mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht werden“, einen Beschluss der Hauptversammlung voraus (§ 221 AktG).

(3) Emissionsrendite und Finanzierungskosten¹⁾

Im einleitenden Abschnitt 3.1.3 haben wir uns schon mit dem Effektivzinssatz beschäftigt, und zwar als Indikator für die seitens des Geldnehmers effektiv zu tragenden Finanzierungskosten. Bei der Ausgabe festverzinslicher Anleihen wird häufig eine ähnliche Größe, die sogenannte **Emissionsrendite**, bestimmt, die allerdings *nicht* mit den effektiven Finanzierungskosten des Emittenten gleichgesetzt werden darf. Die Emissionsrendite gibt vielmehr einen Maßstab dafür an, welche Verzinsung der investierten Zahlungsmittel ein Anleger erzielen würde, der die Anleihe bei der Emission spesenfrei erwerben und bis zum Ende der vorgesehenen Laufzeit im Bestand halten würde. Aus den im Abschnitt 3.1.3 schon dargelegten Gründen weicht dieser Wert, also die Emissionsrendite, umso deutlicher von dem Nominalzins der Anleihe ab, je höher das Disagio ist.

Es ist einleuchtend, dass eine nicht mit weiteren Sonderrechten ausgestattete Anleihe nur dann auch wirklich „am Markt“ platziert werden kann, wenn ihre Emissionsrendite „marktgerecht“ ist. Denn warum sollte ein Anleger eine Anleihe mit 6%-iger Emissionsrendite erwerben, wenn er sein Geld stattdessen in den Anleihen anderer, bonitätsmäßig nicht schlechterer Emittenten, mit einer effektiven Verzinsung von 6,5% anlegen könnte? Insoweit wird die Untergrenze für die Emissionsrendite also durch die allgemeinen Gegebenheiten am Rentenmarkt exogen vorgegeben. Die Emittenten nutzen in diesem Zusammenhang häufig das Disagio, um bei gegebenem Nominalzins die notwendige „Feineinstellung“ der Emissionsrendite vorzunehmen.

Feineinstellung
der Emissionsrendite
durch Disagio

Übungsaufgabe 23:

Die Emissionsbedingungen einer Anleihe sind in folgenden Punkten bereits festgelegt:

- Laufzeit 8 Jahre,
- endfällige Tilgung,
- Nominalzins 6%.

Angesichts der allgemeinen Marktlage wird eine Emissionsrendite angestrebt, die über 6,4%, jedoch unter 6,5% liegt.

Verwenden Sie für die folgenden Berechnungen zur Vereinfachung die aus Abschnitt 3.1.3 (Beispiel 9) bekannte Näherungsformel!

- a) Wie hoch wäre die Emissionsrendite bei einem Emissionskurs von 96%?
- b) Versuchen Sie, durch Variation des Disagios in Schritten von 0,5%-Punkten den zu der o. g. Renditenvorgabe passenden Emissionskurs herauszufinden!

1 Zur beispielhaften Verdeutlichung der grundlegenden Probleme beschränken sich die folgenden Ausführungen auf den einfachsten Fall einer festverzinslichen Anleihe mit konstantem Nominalzins, die mit einem Disagio emittiert wird.

Emissionskosten

Dass die Emissionsrendite *nicht* zugleich auch die von dem Emittenten insgesamt zu tragenden Finanzierungskosten angibt, resultiert aus den nicht unerheblichen Transaktionskosten, die mit der Emissionsfinanzierung verbunden sind. Im Zuge der Emission selbst entstehen zunächst einmalige Kosten für die Bestellung von Sicherheiten, die Erfüllung von Publizitätsanforderungen, den Urkundendruck sowie für das Emissionskonsortium und die Börseneinführung. Diese Kosten bewegen sich etwa in der Größenordnung von 5% des Emissionsvolumens. Zudem entstehen laufende Kosten, z.B. für die technische Abwicklung der Zinszahlungen und für einen Treuhänder; hierfür kann man Kosten in Höhe von ca. 3% des Emissionsvolumens veranschlagen. Einmalige und laufende Kosten gemeinsam führen dazu, dass die Finanzierungskosten für den Emittenten um ca. 1–2% Punkte über der Emissionsrendite liegen. Folgendes Beispiel verdeutlicht diesen Sachverhalt, zu dessen Einübung und Vertiefung außerdem auf die Aufgabe 2.29 in dem Übungsbuch BITZ/EWERT (2011) hingewiesen wird.

Beispiel 10:

Wenn Sie Übungsaufgabe 23 richtig gelöst haben, haben Sie für einen Emissionskurs von 96% nach der Formel

$$\tilde{r} = \frac{6 + \frac{100 - 96}{8}}{96}$$

eine Emissionsrendite von 6,77% bestimmt. Betragen die einmaligen Emissionskosten nun 5% des Nennwertes und die laufenden Transaktionskosten 0,3%, so ist die angegebene Renditeformel in zweifacher Hinsicht zu modifizieren, um einen Maßstab für die effektiven Finanzierungskosten zu erhalten:

- Zum einen ist der „laufende Zins“ mit 6,3% statt mit 6% anzusetzen.
- Zum anderen ist der dem Emittenten nach Abzug der Finanzierungskosten effektiv zufließende Finanzierungsbetrag nur mit 91% statt mit 96% zu veranschlagen.

So ergibt sich als Näherungsformel für die Finanzierungskosten f mit

$$f = \frac{6,3 + \frac{100 - 91}{8}}{91} = 8,16\%$$

ein deutlich über der Emissionsrendite liegender Satz.

3.2.2.4 Insolvenzregelungen

Als Insolvenzregelungen wollen wir die Gesamtheit der bei der Ausgabe der Wertpapiere maßgeblichen vertraglichen oder gesetzlichen Bedingungen bezeichnen, aus denen sich ergibt, welche Position die Inhaber der Wertpapiere bei einer möglichen Insolvenz des Emittenten einnehmen, insbesondere auf welche Vermögenswerte sie exklusiv zur Realisierung ihrer Ansprüche zugreifen können. Nach dem Umfang der entsprechenden Rechte gestaffelt lassen sich in einer ersten Grobklassifikation die folgenden drei Konstruktionsmöglichkeiten unterscheiden:

(1) Reservierung bestimmter Gegenstände im Vermögen des Emittenten

Eine Möglichkeit, die Anlegerrisiken zu begrenzen, besteht darin, durch geeignete rechtliche Gestaltungen dafür zu sorgen, dass bestimmte Vermögensteile des Emittenten in einem möglichen Insolvenzfall ausschließlich zur Befriedigung der Ansprüche der Wertpapierinhaber herangezogen werden, dem Zugriff anderer Gläubiger jedoch nicht offenstehen. Im Einzelnen sei hier auf Abschnitt 3.1.4.2 dieser Kurseinheit verwiesen.

(2) Sekundärhaftung

Eine andere Möglichkeit, die Position der Wertpapierinhaber abzusichern, besteht in der Bereitstellung eines Bürgen oder Garanten, der sich verpflichtet, selbst für die gegen den Emittenten gerichteten Ansprüche einzustehen. Für die Inhaber der Wertpapiere erhöht sich dadurch letztlich ebenfalls die haftende Masse, auf die sie zur Befriedigung ihrer Ansprüche zurückgreifen können. Diese umfasst nicht mehr nur das Vermögen des Emittenten, sondern zusätzlich das der Bürgen oder Garanten.

Bürgschaft /
Garantie

(3) Verzicht auf Insolvenzvorräte

Zum dritten findet man Wertpapiere, deren Inhabern in der Insolvenz des Emittenten keinerlei Sonderrechte zustehen, so dass sie ihre Ansprüche erst nach Befriedigung der Aus- und Absonderungsgläubiger sowie der sonstigen bevorrechtigten Gläubiger geltend machen können. Dabei sind im Einzelnen folgende drei Varianten anzutreffen:

- Der Emittent verzichtet zwar auf die Bereitstellung spezieller Sicherheiten, verpflichtet sich durch eine **Negativklausel** jedoch dazu, bestimmte Maßnahmen zu unterlassen, die die Rechtsposition der Wertpapierinhaber zu Gunsten später neu hinzutretender Gläubiger verschlechtern würden.
- Bei Emissionen des Bundes, der Sondervermögen des Bundes, der Länder und anderer inländischer öffentlicher Stellen hingegen wird ausnahmslos auf jegliche Form der Besicherung verzichtet. Dahinter

Negativklausel

steht das Selbstverständnis dieser Emittenten, dass ihnen durch ihre öffentliche Stellung zwangsläufig eine unbegrenzte Bonität zukommt.

Nachrangige Anleihen

- Als drittes besteht bei einer Emission schließlich die Möglichkeit, nicht nur auf jegliche Besicherungsmaßnahmen zu verzichten, sondern die in den ausgegebenen Wertpapieren verbrieften Ansprüche sogar mit einer **Nachrangklausel** zu versehen. Demnach können Inhaber dieser Wertpapiere ihre Rückzahlungsansprüche in der Insolvenz erst dann geltend machen, wenn zuvor *sämtliche* anderen Gläubiger des Emittenten vollständig befriedigt worden sind.

Nachrangige Genussscheine von Banken und Versicherungen

In Deutschland sind derartige Nachrangklauseln insbesondere bei **Genussscheinemissionen** von Banken und Versicherungen anzutreffen. Der Grund dafür liegt darin, dass die Ausweitung der Geschäftstätigkeit dieser Finanzintermediäre gem. § 10 KWG bzw. § 53c VAG an die Höhe einer speziell definierten Eigenkapitalgröße geknüpft ist. Unter bestimmten Voraussetzungen können Rückzahlungsverpflichtungen aus emittierten Genussscheinen auf diese (speziell definierte) Eigenkapitalgröße angerechnet werden.

3.2.2.5 Bezugsrechte gegenüber dem Emittenten

Als viertes zentrales Konstruktionselement bei der Emission von Wertpapieren ist zu regeln, ob und gegebenenfalls unter welchen Bedingungen den Anlegern ein Recht auf den Bezug weiterer Wertpapiere eingeräumt werden soll. Dies ist insbesondere bei Wandel- und Optionsanleihen der Fall, deren gemeinsames Kennzeichen es ist, dass sie neben den für eine „normale“ Anleihe typischen Zins- und Tilgungsansprüchen zusätzlich das Recht auf den Bezug „junger“ Aktien des Emittenten beinhalten. Die Emission solcher Papiere setzt gemäß § 221 AktG wiederum einen entsprechenden Beschluss der Hauptversammlung voraus. Zudem wird üblicherweise gemäß § 192 AktG eine bedingte Kapitalerhöhung beschlossen, um die Bezugsrechte der Inhaber der entsprechenden Papiere zu sichern. Im Einzelnen sei hier auf Abschnitt 2.2.3 verwiesen.

Wandel- und Optionsanleihen

Bei **Wandelanleihen** (convertible bonds) setzt die Ausübung dieses Bezugsrechtes die (vorfällige) Rückgabe der Anleihe sowie ggf. eine weitere Zuzahlung voraus. Die Anleihe wird also in einem bestimmten Verhältnis in Aktien „umgewandelt“. Bei der **Optionsanleihe** bleibt die Anleihe hingegen auch nach Ausübung des Bezugsrechtes weiter bestehen.

Beispiel 11:

Die MONA-LISA AG erwägt die Emission von Optionsanleihen oder Wandelanleihen, wobei jeweils folgende Konditionen ins Auge gefasst werden:

Optionsanleihe (Nennwert 100 GE):

Emissionskurs 96%; Laufzeit 9 Jahre; Rückzahlungskurs 100%; Nominalzins 7%; Bezugsrecht zum Bezug von 2 Aktien im Nennwert von 5 GE zum Kurs von 40 GE je Aktie (bei einem aktuellen Börsenkurs von 34 GE je Aktie).

Wandelanleihe (Nennwert 100 GE):

Emissionskurs 96%; Laufzeit 7 Jahre; Rückzahlungskurs 100%; Nominalzins 6%; Möglichkeit zur „Wandlung“ von 1 Wandelanleihe in 3 Aktien im Nennwert von 5 GE bei Zuzahlung von 3,50 GE pro Aktie.

Während Anleihe und Wandlungsrecht bei der Wandelanleihe eine untrennbare Einheit bilden, stellen bei der Optionsanleihe die reine Anleihe und das Bezugsrecht zwei ohne weiteres separierbare Ansprüche dar. Dementsprechend werden an den deutschen Wertpapierbörsen üblicherweise Optionsanleihen einschließlich Bezugsrecht (Anleihe ‚cum right‘), reine Anleihen (‚ex right‘) sowie reine Bezugsrechte (Optionsscheine, Warrants) jeweils gesondert gehandelt.

Die zuletzt genannte Form des Börsenhandels weist zugleich darauf hin, dass es grundsätzlich auch möglich ist, reine Optionsscheine auch ohne Koppelung an eine zugrundeliegende Anleihe zu emittieren (sog. **Naked Warrants**).

Reine Optionsscheine

Außer auf neu auszugebende Aktien des Emittenten selbst können sich die einer Anleihe hinzugefügten zusätzlichen Bezugsrechte auch auf die Lieferung sonstiger Wertpapiere anderer Emittenten beziehen. Es ist hier nicht der Raum, die unterschiedlichen Gestaltungsmöglichkeiten dieser Art näher darzustellen.

Wegen einiger weitergehender Übungsmöglichkeiten zu dem Komplex Wandelschuldverschreibungen verweisen wir auf die Aufgaben 2.31, 2.32 und 2.33 in dem Übungsbuch von BITZ/EWERT (2011).

3.2.2.6 Schlussbemerkung

Kombinationsvielfalt

Beachtet man, dass die verschiedenen Ausprägungen der erläuterten Konstruktionsmerkmale von Anleihen – von wenigen Ausnahmen abgesehen – praktisch beliebig miteinander kombiniert werden können, so erkennt man, dass ganz ungeachtet von den weiteren Differenzierungsmöglichkeiten im Hinblick auf die konkrete Ausgestaltung etwa von Laufzeit, Zinshöhe etc. mehrere tausend Typen verschiedener Wertpapiere konstruierbar sind. Die in der Realität bereits anzutreffende Vielfalt unterschiedlichster Anleihen schöpft somit das Potential aller nur denkbaren Konstruktionsformen bei weitem nicht aus.

Auch für die im Anhang befindliche **Zusammenstellung** einiger **besonders prägnanter Anleiheformen**, die sich einem deutschen Anleger bieten, kann keinesfalls Vollständigkeit beansprucht werden. Die zugefügten Kurzerläuterungen verdeutlichen jeweils die wichtigsten Besonderheiten der einzelnen Wertpapiere, insbesondere die Abweichungen von dem klassischen Typ der börsengehandelten Anleihe mit festem Zins, laufender Zinsausschüttung und festem Rückzahlungsbetrag am Ende der Laufzeit.

Lösungen zu den Übungsaufgaben

Übungsaufgabe 1

Aufwandsunwirksame Auszahlungen setzen offenbar voraus, dass eine Verminderung des Netto-Zahlungsmittelbestandes erfolgt und diese Veränderung des Zahlungsmittelbestandes kompensiert wird durch

- die Erhöhung sonstiger Forderungen,
- die Verminderung sonstiger Verbindlichkeiten,
- die Erhöhung sonstigen Vermögens

in gleicher Höhe. Diesen drei Kategorien entsprechend können somit – neben Ausschüttungen an die Gesellschafter – etwa Geschäftsvorfälle der folgenden Art zu aufwandsunwirksamen Auszahlungen führen, nämlich

- die Auszahlung eines gewährten Darlehens aus der Sicht der Geldgeber,
- die Bezahlung einer offenen Verbindlichkeit (Tilgung eines aufgenommenen Darlehens oder Begleichung einer Verbindlichkeit aus erhaltenen L+L) aus der Sicht des Schuldners oder
- der Kauf eines sonstigen Vermögensgegenstandes bei sofortiger Barzahlung aus der Sicht des Käufers.

Übungsaufgabe 2

a) Zahlungsunwirksamer Aufwand setzt offenbar voraus, dass sich durch Veränderung der Posten in der „unteren Hälfte“ von Abbildung 2 – ohne gegenläufige Veränderung des Zahlungsmittelbestandes („obere Hälfte“) oder anderer Posten der „unteren Hälfte“ – eine Verminderung des Reinvermögens ergibt. Damit können drei Kategorien von Geschäftsvorfällen zu zahlungsunwirksamem Aufwand führen, nämlich

- die zahlungsunwirksame Minderung einer sonstigen Geldforderung, etwa auf Grund der Insolvenz eines Schuldners oder auf Grund eines Gerichtsurteils, das eine Forderung für nichtig erklärt,
- die zahlungsunwirksame Erhöhung sonstiger Schulden, etwa durch das Entstehen eines Schadensersatzanspruchs gegen das Unternehmen, oder
- die zahlungsunwirksame Minderung sonstigen Vermögens, etwa durch Diebstahl oder Verderben von Lagerbeständen oder plötzlichen Totalschaden einer Maschine.

- b) i) In einem Volumen von 5.000 GE führt der Maschinenverkauf zu Einzahlungen, denen kein Ertrag gegenübersteht (ertragsunwirksame Einzahlung). In dem restlichen, den Buchwert der Maschine übersteigenden Volumen von 4.000 GE, führt der Maschinenverkauf zu Einzahlungen, die gleichzeitig Ertrag darstellen.
- ii) Im Volumen von 2.000 GE werden ertragsunwirksame Einzahlungen realisiert. Die Eliminierung des restlichen, den Verkaufserlös übersteigenden Buchwerts führt zu zahlungsunwirksamem Aufwand in Höhe von 1.000 GE.
- iii) In Analogie zu dem unter i) behandelten Maschinenverkauf bestünde eine Sichtweise auf den Produktverkauf zunächst darin, ihm ertragsunwirksame Einzahlungen in Höhe von 3.500 GE und ertragswirksame Einzahlungen von 1.500 GE zuzuordnen. Diese (Netto-) Sichtweise auf die Erzielung von Umsatzerlösen entspricht allerdings nicht deren praktisch üblicher Behandlung in der Buchhaltung.

Praktisch üblich ist im Zusammenhang mit der Erzielung von Umsatzerlösen – anders als bei der Erzielung einmaliger Liquidationserlöse – eine Bruttoverbuchung, bei der im Beispiel die Auslieferung der Ware zu einem Ertrag in Höhe von 5.000 GE und gleichzeitig einem Aufwand in Höhe von 3.500 GE führt. Dieser (Brutto-) Sichtweise entsprechend sind dem Produktverkauf gegen bar ertragswirksame Einzahlungen von 5.000 GE und zahlungsunwirksame Aufwendungen in Höhe von 3.500 GE zuzuordnen.

Übungsaufgabe 3

Der Kreditsachbearbeiter intendiert offensichtlich eine Aussage über die Finanzierung der geplanten Investitionsauszahlungen in Höhe von 50 Mio. GE. Eine Aussage über die Finanzierung von Investitionen kann sinnvollerweise ausschließlich auf der Zahlungsebene formuliert werden; es geht nämlich um die Frage: Aus welchen Quellen kann die CONSTRUCTA AG im kommenden Jahr Zahlungsmittel in Höhe von 50 Mio. GE schöpfen, die im kommenden Jahr zur Investitionsauszahlung verwendet werden sollen? Dazu müsste der Kreditsachbearbeiter untersuchen, inwieweit

- die bereits heute bei der CONSTRUCTA AG vorhandenen Zahlungsmittelbestände zzgl.
- der bis zum kommenden Jahr netto zufließenden Zahlungsmittel

den Betrag von 50 Mio. GE erreichen oder übersteigen. Die Aussagen des Kreditsachbearbeiters stehen zu dieser Fragestellung aber allenfalls in einem sehr vagen Bezug, seine Aussagen beziehen sich nämlich nicht auf die Zahlungsebene, sondern auf die Reinvermögensebene:

- dass (in diesem und im kommenden Jahr) ein Jahresüberschuss erzielt wird, bedeutet nämlich nicht, dass dem Unternehmen am Jahresende auch Zahlungsmittel in Höhe des Jahresüberschusses zusätzlich zur Verfügung stehen müssen. Die bei der Berechnung des Jahresüberschusses berücksichtigten Erträge müssen nämlich entweder von vornherein gar nicht zahlungswirksam gewesen sein; sie können z.B. aus Zuschreibungen, der erfolgswirksamen Auflösung von Rückstellungen oder der Lieferung und Leistung auf Ziel resultieren. Und selbst wenn die erzielten Erträge zahlungswirksam waren, heißt das nicht, dass die mit der Ertragserzielung zunächst vereinnahmten Zahlungsmittel sich auch am Ende des Jahres noch im Zahlungsmittelbestand befinden müssen, sondern sie können zwischenzeitlich längst wieder durch aufwandsunwirksame Auszahlungen (z.B. Auszahlung eines selbst gewährten Darlehens, Begleichung offener Verbindlichkeiten oder Kauf von Vermögensgegenständen) verausgabt worden sein. Andererseits besteht natürlich auch die Möglichkeit, dass die Veränderung des Zahlungsmittelbestands durch zahlungsunwirksame Aufwendungen oder ertragsunwirksame Einzahlungen – in positiver Weise – vom Jahresüberschuss abweicht. Insgesamt kann der Nettozahlungsmittelzufluss eines Jahres damit größer oder auch kleiner als der Jahresüberschuss sein.
- Da – wie oben verdeutlicht – die Erzielung eines Jahresüberschusses von (in der Summe über 2 Jahre) 36 Mio. GE nicht besagt, dass auch netto ein Zahlungsmittelzufluss in Höhe von 36 Mio. GE erfolgt, fehlt auch der zweiten Aussage des Sachbearbeiters, dass nämlich die Eigenfinanzierungsquote 70% beträgt, die Grundlage. Wie viel des Investitionsbetrages die CONSTRUCTA AG aus ohnehin verfügbaren, eigenen Mitteln aufbringen kann, ist aus der Größe Jahresüberschuss jedenfalls nicht zu erkennen. Eine solche Prozentangabe dürfte der Sachbearbeiter aber wohl meinen. Darüber hinaus stellt sich allerdings noch die Frage, ob die Bezeichnung einer solchen Prozentzahl als „Eigenfinanzierungsquote“ überhaupt sinnvoll erscheint. Wie Sie in den folgenden Kursen noch sehen werden, ist eine solche Bezeichnung zumindest missverständlich. Unter Eigenfinanzierung versteht man nämlich gemeinhin, dass der Gesellschaft von außen Mittel zugeführt werden und die Mittelgeber damit eine bestimmte Rechtsposition – nämlich die von Eigenkapitalgebern – erlangen. Mit Eigenfinanzierung meint man also gemeinhin etwas ganz anderes, als der Kreditsachbearbeiter hier meinen kann.

Übungsaufgabe 4

- a) Als Zahlungen, die keinem in Abbildung 5 dargestellten Zahlungsstrom zugeordnet werden können, sind beispielhaft zu nennen:
- Zahlungen des Fiskus an das Unternehmen, sei es etwa als direkte Subvention oder Steuererstattung,
 - Zahlungen vom Faktormarkt an das Unternehmen, z.B. als Konventionalstrafe oder Rückerstattung bei fehlerhafter Lieferung,
 - Zahlungen des Unternehmens an den Absatzmarkt, etwa aus ähnlichen Gründen, aus denen es zu Zahlungen vom Faktormarkt an das Unternehmen kommen kann.
 - Zudem fehlen in Abbildung 5 Zahlungen von und an ganz andere als die vier in Abbildung 5 genannten unternehmensexternen Bereiche, z.B.
 - Auszahlungen an Werbeagenturen, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer oder die Industrie- und Handelskammer, sowie
 - Einzahlungen aus der Vermögensanlage in Wertpapieren, der Verpachtung nicht selbst genutzten Geländes oder der Rückzahlung gewährter Darlehen.
- b) Abbildung 5 soll eine stark vereinfachende Darstellung der Zahlungsströme und -bestände liefern, deren Darstellungsziel – wie es für Modelle charakteristisch ist – gerade nicht in einer vollständigen Abbildung realer Vielfalt, sondern einer selektiven Abbildung jeweils besonders interessierender Sachverhalte besteht.

Übungsaufgabe 5

- a) Unter Rückgriff auf die im Aufgabentext vorgegebenen Nummerierungen der Geschäftsvorfälle errechnen sich die benötigten Größen wie folgt (Angaben in TGE):

(1) Veränderung der ZM-Bestände

$$\begin{array}{rcl}
 (1) + (2) & & 290 \\
 \text{./.} [(3) + \dots + (8)] & \text{./.} & 295 \\
 & & \hline
 & \text{./.} & 5
 \end{array}$$

Der Anfangsbestand an Zahlungsmitteln ist also vollständig abgebaut worden, so dass für den Endbestand $ZM_1 = 0$ gilt.

(2) **Finanzierungsgleichung**

Anfangsbestand an Zahlungsmitteln	5	laufende Auszahlungen f(3), (4), (5), (8)g	195
+ Einzahlungen aus Umsätzen	210	+ Auszahlungen für Investitionen und Tilgung f(6), (7)g	100
+ Einzahlungen aus Finanzkontrakten fEinlagen (2)g	80	+ Endbestand an Zahlungsmitteln	0
Summe	295	\$ Summe	295

Die Finanzierungsgleichung ist also erfüllt.

b) Vergleicht man die *tatsächlich geleisteten* Zahlungen mit den *zu leistenden* Zahlungen, so ist folgendes festzustellen:

- Die Lohnverpflichtungen und die Zinsen wurden vollständig erfüllt.
- Lieferantenverbindlichkeiten von 112.000 GE wurden nur zu 85.000 GE beglichen (offener Rest: 27.000 GE).
- Von den fälligen Tilgungsraten in Höhe von 125.000 GE wurden de facto nur 76.000 GE geleistet (offener Rest : 49.000 GE).
- Schließlich konnten auch die fälligen Steuerschulden von 55.000 GE nur im Umfang von 30.000 GE erfüllt werden (offener Rest: 25.000 GE).

Insgesamt sind also unabweisbar fällige Zahlungsverpflichtungen im Umfang von 101.000 GE nicht erfüllt worden. Die MONA-LISA GmbH war somit nicht in der Lage, das finanzielle Gleichgewicht aufrechtzuerhalten, und ist damit als zahlungsunfähig anzusehen. Nichtsdestoweniger bleibt der unter a) abgeleitete Befund richtig, dass die Finanzierungsgleichung erfüllt ist.

Übungsaufgabe 6a

- a) Geht man von der Lösung der Übungsaufgabe 5 aus und zieht zum Zwecke der Ermittlung des Innenfinanzierungsvolumens von den Umsatzeinzahlungen die „laufenden“ Auszahlungen ab, so erhält man folgendes Schema (Angaben in TGE):

Mittelherkunft		Mittelverwendung	
Abbau ZM	5	Investitionen	24
Innenfinanzierung	15	Tilgung	76
Außenfinanzierung	80		
Σ	100	Σ	100

- b) In diesem Fall weist der ansonsten als *Innenfinanzierung* bezeichnete Saldo ein negatives Vorzeichen auf, ist also als *Innendefizit* zu interpretieren. Zudem ergibt sich angesichts des höheren Einlagebetrages per Saldo eine Erhöhung des Zahlungsmittelbestandes um 10.000 GE. Mithin hat das Schema nunmehr folgendes Aussehen (Angaben in TGE):

Mittelherkunft		Mittelverwendung	
Außenfinanzierung	117	Investitionen	24
		Tilgung	76
		Deckung Innendefizit	7
		f188. /. 60. /. 85. /. 20. /. 30g	
		Erhöhung ZM	10
Σ	117	Σ	117

Übungsaufgabe 6b

a)

Bilanz per 31.12.2006			
(Angaben in TEuro)			
Aktiva		Passiva	
Anlagen	380	Eigenkapital	500
Vorräte	200	Verbindlichkeiten	500
Forderungen	350	Jahresüberschuss ²⁾	40
Kasse ¹⁾	110		
	<u>1.040</u>		<u>1.040</u>

1) Anfangsbestand (200) – Zinsen (40) – sonstige Auszahlungen (50)

2) Verkaufspreis (350) – Buchwert der Vorräte (200) – Abschreibung (20)
– Zinsen (40) – sonstige Auszahlungen (50)

b) Da laut Aufgabenstellung von Ausschüttungen und Rückstellungsdotierungen abgesehen wird, ergibt sich nach dem jahresabschlussorientierten Konzept:

$$IF_J = J\ddot{U} + A = 40 + 20 = 60$$

mit IF_J = Volumen der Innenfinanzierung nach dem bilanzorientierten Konzept

$J\ddot{U}$ = Jahresüberschuss

A = Abschreibung .

c) Bei Ansatz der Abschreibungen mit 10% ergibt sich mit

$$IF_J = J\ddot{U} + A = 20 + 40 = 60$$

keine Änderung des Ergebnisses. Der Ansatz erhöhter Abschreibungen führt im Beispiel nur dazu, dass sich bei sonst unveränderten Gegebenheiten die „Finanzierung aus Abschreibungen“ genau in dem Maße erhöht, in dem die „Selbstfinanzierung“ (Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen) sinkt.

d) Vergleicht man die Ergebnisse der Aufgabenteile b) und c), so erkennt man, dass in dem vereinfachten Beispielfall unabhängig von der Höhe des Abschreibungssatzes die Innenfinanzierung nach dem jahresabschlussorientierten Konzept immer den gleichen Wert hat. Abschreibungen können allenfalls eine mittelbare Finanzierungswirkung haben. Da sie als Aufwandsgrößen den handels- und/oder steuerbilanziellen Gewinn mindern, können sie bewirken, dass

- geringere Steuerzahlungen anfallen
- und/oder geringere Ausschüttungen vorgenommen werden,

insoweit also zu einer Verminderung ansonsten anfallender Auszahlungen führen. Die monetären Konsequenzen höherer Abschreibungen hängen also nicht nur von der Höhe des zusätzlichen Aufwandes, sondern zumindest auch von steuerlichen Gegebenheiten und der Ausschüttungspolitik des Unternehmens ab.

- e) Nach dem zahlungsorientierten Konzept ergibt sich ein Innenfinanzierungsvolumen von $IF_Z = -90.000$ Euro. Da der vereinbarte Kaufpreis von 350.000 Euro erst in zwei Jahren eingehen wird, hat überhaupt keine „positive“ Innenfinanzierung stattgefunden. Der laufende Geschäftsbetrieb hat im Gegenteil mit Zins- und sonstigen Auszahlungen sogar zu einer Kassenbestandsminderung von 90.000 Euro geführt. Die der Innenfinanzierung zugeordneten Vorgänge liefern also gar nicht den üblicherweise unterstellten Finanzierungsbeitrag, sondern erzeugen sogar einen zusätzlichen Finanzierungsbedarf. Obwohl sich ein Gewinn von 40.000 Euro und ein Innenfinanzierungsvolumen von 60.000 Euro (bei jahresabschlussorientierter Betrachtung) ergeben haben, sind der Unternehmung keineswegs finanzielle Mittel zugeflossen. Auch durch eine Erhöhung der Abschreibungssätze kommt nicht mehr und nicht weniger Geld in die Unternehmenskasse.

Im Folgenden soll noch kurz auf den Zusammenhang zwischen IF_J und IF_Z eingegangen werden ($IF_J = +60.000$, $IF_Z = -90.000$).

Die Divergenz dieser beiden Ergebnisse resultiert daraus, dass die Auswirkungen verschiedener Vorgänge auf die Zahlungsebene einerseits und die Reinvermögensebene andererseits unter Umständen sehr deutlich divergieren können. Berücksichtigt man die Verwerfungen zwischen Zahlungs- und Ertragsebene (im Bsp. die nicht zahlungswirksamen Erträge) $E_{NZ} = 150.000$ Euro, so ergibt sich:

$$IF_Z = IF_J - E_{NZ} = 60.000 - 150.000 = -90.000 \text{ Euro.}$$

Berücksichtigt man alle relevanten Verwerfungen zwischen Zahlungs- und Ertragsebene, so führt das bilanzorientierte Konzept zum gleichen Ergebnis wie das zahlungsorientierte Konzept. Da Finanzierungseffekte jedoch ausschließlich aus Überschüssen der Einzahlungen über die Auszahlungen resultieren können, erschwert das bilanzorientierte Konzept durch die Zerlegung des Innenfinanzierungsbegriffs in bilanzorientierte Komponenten das Verständnis dieses recht trivialen Sachverhalts.

Übungsaufgabe 7

(1) Aufnahme eines stillen Gesellschafters

Beim stillen Gesellschafter handelt es sich um ein Rechtsinstitut, das die Möglichkeit bietet, sich bei einem bestehenden Unternehmen finanziell zu engagieren, ohne nach außen in Erscheinung zu treten. Da dem stillen Gesellschafter gemäß § 236 HGB die Position eines unbesicherten Insolvenzgläubigers zusteht, handelt es sich hierbei um ein Instrument der Fremdfinanzierung.

(2) Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien

Allgemeines Kennzeichen der verschiedenen Varianten von Vorzugsaktien ist es, dass ihr Dividendenanspruch von dem der Stammaktien abweicht. Werden sie als stimmrechtslose Aktien emittiert, dann schreibt § 139 AktG zwingend vor, dass es sich um kumulative Vorzugsaktien handeln muss. Inhaber dieser Aktienart besitzen im Insolvenzverfahren nicht die Rechtsstellung eines Gläubigers und sind deshalb der Gruppe der Eigenfinanciers zuzuordnen.

(3) Ausgabe von Genussscheinen

Infolge fehlender gesetzlicher Definitionen kann ein Genussschein lediglich allgemein als eine Urkunde definiert werden, die Genussrechte verbrieft. Diese beinhalten vermögensrechtliche Forderungen des Genussrechtsinhabers gegenüber einem bestimmten Schuldner. Bestandteil derartiger Forderungen kann beispielsweise das Recht auf Beteiligung am Liquidationserlös sein. Unter dieser Voraussetzung wäre die Ausgabe von Genussscheinen dem Bereich Fremdfinanzierung zuzurechnen.

(4) Darlehen mit gewinnabhängiger Verzinsung

Für diese Art der Darlehensgewährung ist kennzeichnend, dass – abweichend von der idealtypischen Fremdfinanzierung – ein laufender Zahlungsanspruch in Form eines erfolgsabhängigen Zinsanspruchs vereinbart wird. Da von dieser Vereinbarung der Status als Insolvenzgläubiger nicht berührt wird, handelt es sich um ein Instrument der Fremdfinanzierung.

Übungsaufgabe 8

Gemäß Formel (1) ergibt sich:

$$r_E^A = 0,15 + (0,15 - 0,08) \cdot 1 = 0,22 = 22\%$$

$$r_E^B = 0,15 + (0,15 - 0,08) \cdot 4 = 0,43 = 43\%$$

Die in Beispiel 1 über eine „Verteilungsrechnung“ abgeleiteten Ergebnisse für die Eigenkapitalrendite stimmen folglich mit den Ergebnissen gemäß Formel (1) überein.

Übungsaufgabe 9

- a) Zu beachten ist hier, dass der Kreditzins aus der Sicht der Banken als Gesamtrendite zu interpretieren ist und der Einlagenzins als Fremdkapitalzinssatz. Für die Berechnung der Eigenkapitalrenditen ist somit von folgenden Werten auszugehen:

– Verschuldungsgrad	$V^A = 1; \quad V^B = 9$
– Gesamtrendite (konstant über drei Jahre)	$r_G = 8\%$
– Fremdkapitalzinssatz	
1. Jahr	$r_F = 8\%$
2. Jahr	$r_F = 5\%$
3. Jahr	$r_F = 10\%$

Nach der Leverage-Formel $r_E = r_G + (r_G - r_F) \cdot V$ ergeben sich so folgende Werte für die Eigenkapitalrenditen der beiden Banken:

	1. Jahr	2. Jahr	3. Jahr
r_E^A	8%	11%	6%
r_E^B	8%	35%	–10%

Es zeigt sich, dass die Eigenkapitalrendite bei gegebener Gesamtrendite auf Schwankungen des Fremdkapitalzinssatzes umso stärker reagiert, je höher der Verschuldungsgrad ist. Allgemein gilt, dass die Schwankungen der Eigenkapitalrendite mit zunehmendem Verschuldungsgrad immer dann zu-

nehmen, wenn die Schwankungen des Klammerausdrucks in Formel (1), also die Schwankungen der Differenz zwischen r_G und r_F , zunehmen. Dabei können allein r_G oder allein r_F oder beide Größen gemeinsam zu dieser Zunahme der Schwankungen des Klammerausdrucks führen.

- b) In diesem Fall stimmen Gesamtrendite und Fremdkapitalzinssatz in allen drei Jahren überein; mithin entspricht auch die Eigenkapitalrendite stets der Gesamtrendite. Die Schwankungen der Eigenkapitalrendite beider Banken folgen somit exakt denen der Gesamtrendite. Der unter a) zu verzeichnende „Verstärkereffekt“ des Verschuldungsgrades bleibt in dieser speziellen Situation also gerade gänzlich aus.

Übungsaufgabe 10

Geht man für Unternehmen A von einem Verhältnis FK zu EK von 50:50 ($V=1$) aus, so ergeben sich unter den modifizierten Prämissen gemäß Aufgabenstellung folgende Berechnungen:

Unternehmen A

Jahr	1	2	3	4	5	6	7
r_G	20%	5%	20%	-5%	0%	5%	25%
FK-Periodenbeginn	50	50	50	50	59	63,72	63,82
EK-Periodenbeginn	50	50	50	50	41	36,28	36,18
V-Periodenbeginn	1	1	1	1	1,44	1,76	1,76
Bruttogewinn der Periode	20	5	20	-5	0	5	25
Zinsen	4	4	4	4	4,72	5,10	5,11
Nettogewinn/-verlust	16	1	16	-9	-4,72	-0,10	19,89
EK-Periodenende	50	50	50	41	36,28	36,18	50
Ausschüttung an EK-Geber	16	1	16	0	0	0	6,07
r_E^A	32%	2%	32%	-18%	-11,5%	-0,3%	55%

Analog zu den Berechnungen für Unternehmen A ergeben sich für Unternehmen B bei einem Verhältnis von FK zu EK 80:20 ($V=4$) folgende Ergebnisse für die einzelnen Größen:

Unternehmen B

Jahr	1	2	3	4	5	6	7
r_G	20%	5%	20%	-5%	0%	5%	25%
FK-Periodenbeginn	80	80	81,40	80	91,40	98,71	–
EK-Periodenbeginn	20	20	18,60	20	8,60	1,29	–
V-Periodenbeginn	4	4	4,38	4	10,63	76,52	–
Bruttogewinn der Periode	20	5	20	-5	0	5	–
Zinsen	6,40	6,40	6,51	6,40	7,31	7,90	–
Nettogewinn/-verlust	13,6	-1,4	13,49	-11,4	-7,31	-2,90*	–
EK-Periodenende	20	18,60	20	8,60	1,29	-1,61	–
Ausschüttung an EK-Geber	13,60	0	12,09	0	0	–	–
r_E^B	68%	-7%	73%	-57%	-85%	-100%*	–

* Der Nettoverlust der Periode übersteigt das zu Periodenbeginn ausgewiesene Eigenkapital. Rechnerisch kommt es zu einem negativen Eigenkapital am Periodenende. Die Eigenkapitalgeber verlieren ihre gesamten eingesetzten Mittel. Es kommt zur Insolvenz wegen Überschuldung.

Die Entwicklung der Unternehmen A und B zeigt zunächst wieder den bekannten Effekt, dass Schwankungen der Gesamtrendite sich bei konstantem Fremdkapitalzinssatz in umso stärkeren Schwankungen der Eigenkapitalrendite niederschlagen, je höher der Verschuldungsgrad ist. Diese Beobachtung lässt sich hier sowohl im Vergleich zwischen den beiden Unternehmen als auch im zeitlichen Vergleich bei einem Unternehmen (z.B. durch Vergleich der Perioden 2 und 6, in denen eine identische Gesamtkapitalrendite erzielt wird) machen. Die Entwicklung der Unternehmen A und B zeigt darüber hinaus zwei weitere Effekte:

- Die Hebelwirkung des Verschuldungsgrades kann sich im Zeitablauf sukzessive verstärken, wenn eingetretene Verluste nicht durch neue Gesellschaftereinlagen ausgeglichen werden.
- Hohe Verschuldungsgrade können in schlechten Jahren ($r_G < r_F$) die Gefahr eines Insolvenzeintritts verstärken. Diese Gefahr ist bei Unternehmen, in denen Verluste nicht durch Gesellschaftereinlagen ausgeglichen werden, höher als bei einem Verlustausgleich. Diese Gefahr führt u. U. dazu, dass ein Unternehmen bereits bei temporärem Rückgang der Gesamtrendite insolvent wird und deshalb positive Zukunftsentwicklungen gar nicht mehr wahrnehmen kann.

Übungsaufgabe 11

Beispiele für das **Unterlassen bestimmter Aktivitäten** durch das Management sind:

- Bankmanager verzichtet auf riskante, aber für Gesellschafter lukrative Engagements, weil er besonders risikoscheu ist oder weil er für mögliche Pleiten heftiger getadelt wird, als er für „gut gegangene“ Geschäfte gelobt wird.
- Manager unterlässt Rationalisierungsmaßnahme, weil er Ärger mit dem Betriebsrat vermeiden will.

Demgegenüber stellen denkbare Beispiele für das **Durchführen von Aktivitäten** gegen das Interesse der Gesellschafter die folgenden dar:

- Auftragsvergabe an Lieferanten, die sich persönlich besonders erkenntlich zeigen.
- Luxuriöse Geschäftswagen, Geschäftsausstattung, Sekretariatspersonal etc.
- Umsatzbeteiligter Manager nimmt Aufträge mit negativen Gewinnmargen an.

Übungsaufgabe 12

Für die Beauftragung eines „Managements“ mit der Wahrnehmung geschäftspolitischer Aufgaben könnten etwa folgende Argumente sprechen:

- Eine Delegation geschäftspolitischer Aufgaben an ein eigenständiges „Management“ kann aus der Sicht der Gesellschafter sinnvoll sein, wenn ihnen entsprechendes betriebswirtschaftliches Know-How fehlt.
- Ebenso erweist sich die Beauftragung von „Managern“ mit der geschäftspolitischen Entscheidungsfindung als vorteilhaft, wenn das den Gesellschaftern zur Verfügung stehende Zeitbudget erschöpft ist.

Übungsaufgabe 13

Wir wissen nicht, welche Phänomene Ihnen eingefallen sind. Eine über die von Ihnen erwartete Lösung hinausgehende Antwort könnte an den folgenden beiden Systematisierungskriterien ansetzen.

1. Handelt es sich bei den „Phänomenen“
 - um tatsächlich zu beobachtende Verhaltensweisen und Tätigkeiten oder
 - um Vorgaben des Gesetzgebers?
2. Beziehen sich die Beobachtungen auf
 - Maßnahmen der Informationsbeschaffung und -auswertung,
 - ein vereinbarungsgemäß „laufendes“ Finanzierungsverhältnis oder
 - die Vermögensverteilung in der Insolvenz?

Aus der Überlagerung dieser beiden Systematisierungsansätze lassen sich schematisch die durch folgende Tabelle verdeutlichten sechs Fälle a bis f bilden.

	Tatsächliches Verhalten	Vorgaben des Gesetzgebers
Informationen	a	b
lfd. Finanzierungsverhältnis	c	d
Insolvenz	e	f

Beispiele für diese sechs Fälle sind:

- a) Kreditwürdigkeitsprüfung; Jahresabschlussanalyse; Schufa-Auskünfte; Rating-Agenturen.
- b) HGB-Vorschriften zur Erstellung und Offenlegung von Jahresabschlüssen.
- c) Maßnahmen der Schuldnerüberwachung; Kündigungsvereinbarungen.
- d) Vorschriften zur Begrenzung der Ausschüttungen von Kapitalgesellschaften.
- e) Bestellung von Kreditsicherheiten.
- f) Vorschriften der Insolvenzordnung; Haftungsvorschriften des HGB.

Übungsaufgabe 14

- a) Die Kursnotiz lautet 312 bB, da beim umsatzmaximalen Kurs (312 GE) noch ein kleiner Angebotsüberhang von 20 Stück besteht.
- b) Der Makler müsste einen zusätzlichen Kaufauftrag (Nachfrage) über 20 Stück mit Limit von mindestens 312 in den Markt geben, d.h. die Zahl der auf den Kurs von mindestens 312 oder unlimitiert erteilten Kaufaufträge müsste um 20 von 374 auf 394 aufgestockt werden.

Geht man davon aus, dass der Makler als Eigengeschäft einen exakt auf 312 limitierten Kaufauftrag über 20 Stück erteilt, so ergibt sich die kumulierte Nachfrage gemäß Spalte 3 der folgenden Tabelle.

		kumulierte Nachfrage ohne Eigengeschäft des Maklers	kumulierte Nachfrage bei Eigengeschäft des Maklers	kumuliertes Angebot
unter	310	535	555	127
	310	535	555	214
	311	446	466	326
	312	374	394	394
	313	273	273	487
über	313	198	198	487

Ein Vergleich der Spalten 3 und 4 der vorstehenden Tabelle zeigt, dass es jetzt beim Kurs von 312 zu einem vollständigen Ausgleich von Angebot und Nachfrage kommt.

- c) In einem ersten Schritt sind zunächst erst die neuen kumulierten Angebots- und Nachfragefunktionen abzuleiten:

	Kurs	kumuliertes Angebot	kumulierte Nachfrage	möglicher Umsatz
unter	309	127	535	127
	309	197	535	197
	310	284	535	284
	311	396	446	396
	312	464	374	374
	313	557	273	273
über	313	557	198	198

1. Die neue Kursnotiz müsste 311 bG lauten, da ein Nachfrageüberhang in Höhe von 50 Stück besteht.
2. Ein Ausgleich des Nachfrageüberhanges könnte durch einen zusätzlichen Verkaufsauftrag über 50 Aktien erfolgen, der unlimitiert oder auf einen Kurs unter 312 limitiert sein müsste.

Übungsaufgabe 15

- a) Die Zahl der emittierten Aktien ergibt sich als Quotient aus Grundkapital und Aktiennennwert, beläuft sich im vorliegenden Fall also auf $30 : 5 = 6$ Mio.
- b) Der auf eine einzelne Aktie entfallende anteilige Betrag lässt sich durch den Quotienten aus Grundkapital und der Anzahl ausgegebener Aktien bestimmen. Im Fall der Ausgabe von 40 Mio. Aktien beträgt der auf eine einzelne Aktie entfallende anteilige Betrag $30 : 40 = 0,75$ Euro und ist somit gemäß § 8 Abs. 3 Satz 3 AktG nicht zulässig. Bei einer Gesamtaktienzahl von 10 Mio. hingegen ergibt sich ein fiktiver Nennwert von $30 : 10 = 3$ Euro pro Aktie, was den Bestimmungen des § 8 Abs. 3 AktG entspricht.
- c) Das Eigenkapital (= bilanzielles Reinvermögen) beträgt 54 Mio. Euro. Bei 6 Mio. Aktien beträgt der Bilanzkurs, d.h. das bilanzielle Reinvermögen pro Aktie, somit $54. : 6 = 9$ Euro/Aktie.
- d) Der Börsenkurs übersteigt den Bilanzkurs um 7 Euro. Dies kann so interpretiert werden, dass das Erfolgspotential des gesamten Unternehmens im Urteil des Marktes um $7 \cdot 6 \text{ Mio.} = 42 \text{ Mio. Euro}$ höher eingeschätzt wird als das bilanziell ausgewiesene Reinvermögen von 54 Mio. Euro. Dies könnte

z.B. daran liegen, dass die betrachtete AG über ein besonders qualifiziertes Management oder über besonders qualifiziertes sonstiges Personal verfügt, die Produkte des Unternehmens den Präferenzen der potentiellen Käufer besonders entsprechen etc.

Übungsaufgabe 16

a) Folgendes Diagramm verdeutlicht die Zusammenhänge grafisch:

Stimmberechtigte Aktien		stimmrechtslose Aktien
Stammaktien	einfache Vorzugsaktien	kumulative Vorzugsaktien

- Stimmrechtslose Aktien *müssen* immer kumulative Vorzugsaktien sein.
- Stammaktien und einfache Vorzugsaktien *müssen* immer stimmberechtigt sein.
- Stimmberechtigte Aktien *können* auch kumulative Vorzugsaktien sein.

b) Hier lassen sich die Zusammenhänge wie folgt grafisch verdeutlichen:

Inhaberaktien	Namensaktien (einfach oder vinkuliert)
voll eingezahlte Aktien	nicht voll eingezahlte Aktien

- Nicht voll eingezahlte Aktien *müssen* immer Namensaktien sein.
- Inhaberaktien *müssen* immer voll eingezahlt sein.
- Voll eingezahlte Aktien *können* aber auch Namensaktien sein.

Übungsaufgabe 17

- a) Nach der Verwendung des Jahresüberschusses weisen die Eigenkapitalpositionen die folgenden Werte auf (in Mio. Euro):

Grundkapital	400	(80 Mio. Aktien á 5 Euro Nennwert)
Kapitalrücklage	120	
andere Gewinnrücklagen	200	.

Gemäß § 208 Abs. 1 Satz 2 AktG muss die Kapitalrücklage nach Durchführung der nominellen Kapitalerhöhung noch mindestens 10% des *bisherigen* Grundkapitals, also 40 Mio. Euro, betragen. Mithin können Rücklagen insgesamt maximal im Volumen von 280 Mio. Euro aufgelöst und in Grundkapital umgebucht werden.

- b) Werden nur die Gewinnrücklagen umgewandelt, so ergibt sich folgender neuer Eigenkapitalausweis (in Mio. Euro):

Grundkapital	600	(120 Mio. Aktien á 5 Euro)
Kapitalrücklage	120	
andere Gewinnrücklagen	–	.

Der Erhöhung des Grundkapitals um 200 Mio. Euro entsprechend müssen 200 Mio.: 5 = 40 Mio. junge Aktien „gratis“ ausgegeben werden. Jedem Aktionär mit 2 Altk Aktien steht mithin *eine* junge Aktie zu. Unser Aktionär mit 12 Altk Aktien erhält also zusätzlich 6 junge Aktien.

- c) Für den Bilanzkurs einer 5-Euro-Aktie vor bzw. nach nomineller Kapitalerhöhung gilt: [EK (b)) = 600+120=720]

$$C_{Bi} = \frac{720}{80} = 9 \text{ Euro/Aktie}$$

$$C_{Bi} = \frac{720}{120} = 6 \text{ Euro/Aktie.}$$

Entsprechend der Erhöhung der Aktienzahl um ein Drittel (gemessen an der Zahl der *nach* der Kapitalerhöhung vorhandenen Aktien) sinkt der Bilanzkurs ebenfalls um ein Drittel des ursprünglichen Wertes. Dieser Effekt ist unmittelbar einleuchtend, da sich das unveränderte bilanzielle Reinvermögen rechnerisch nur auf eine größere Aktienzahl aufteilt.

Der Tendenz nach ist zu erwarten, dass bei den Börsenkursen eine ähnliche Entwicklung eintritt. Denn das im Prinzip ebenfalls unveränderte Erfolgspotential des Unternehmens „im Urteil des Marktes“ verteilt sich ja ebenfalls auf eine entsprechend höhere Aktienzahl.

- d) Nein. Eine nominelle Kapitalerhöhung darf gemäß §182 Abs. 1 Satz 4 i. V. m. §207 Abs. 2 Satz 2 AktG im Fall von Nennwertaktien nur durch die Ausgabe neuer Aktien - und gerade nicht durch eine Heraufsetzung der Nennbeträge der „alten“ Aktien - ausgeführt werden.
- e) Der Gesellschaft stünden jetzt die folgenden beiden Möglichkeiten offen:
- Zum einen könnte sie ganz analog zum Fall von Nennwertaktien verfahren und zu den bislang ausgegebenen 80 Mio. Stückaktien weitere 40 Mio. Stückaktien als Gratisaktien neu emittieren. Der *fiktive* Nennbetrag bliebe dann unverändert bei 5 Euro /Aktie.
 - Zum anderen kann die Gesellschaft aber gemäß § 207 Abs. 2 Satz 2 AktG im vorliegenden Fall trotz der Grundkapitalerhöhung auf die Ausgabe neuer Aktien verzichten. Der *fiktive* Nennbetrag der 80 Mio. Stückaktien würde sich dann von bislang 5 Euro auf 7,50 Euro erhöhen. Ein solcher „krummer“ Betrag ist für den fiktiven Nennwert bei Stückaktien, im Gegensatz zu dem effektiv angegebenen Nennwert von Nennwertaktien, zulässig.
- f) Wird die Aktienzahl wie im Fall der Nennwertaktien von 80 Mio. auf 120 Mio. erhöht, ergeben sich keine Unterschiede gegenüber der Lösung zu Aufgabenteil c). D.h.,
- der **Bilanzkurs** sinkt von 9 Euro/Aktie auf 6 Euro/Aktie und
 - von dem **Börsenkurs** ist ebenfalls zu erwarten, dass er in etwa um ein Drittel zurückgehen wird.

Bleibt die Aktienzahl hingegen unverändert, so sind insoweit überhaupt keine Kurseffekte zu erwarten. Sowohl das – für den Bilanzkurs maßgebliche – bilanzielle Reinvermögen als auch das – für den Börsenkurs maßgebliche – Ertragspotential im „Urteil des Marktes“ verteilen sich ungeachtet der Umbuchungen bei den Eigenkapitalkonten auf die gleiche Anzahl von Aktien.

- g) Bei der Antwort auf die gestellte Frage ist danach zu differenzieren,
- ob die Heraufsetzung des Grundkapitals mit einer dazu proportionalen Erhöhung der Aktienzahl einhergeht oder
 - ob die Aktienzahl unverändert bleibt.

Für den erstgenannten Fall werden aus den Antworten zu b), c) und f) sowie aus der Beachtung grundlegender aktienrechtlicher Zusammenhänge folgende *mögliche* Motive erkennbar:

1. Die Aktie wird in ihrem **Kurs** „leichter“ und kommt somit eventuell auch wieder für mehr kleinere Anleger als Anlageobjekt in Betracht.
2. Für die Zukunft werden die rechtlich zulässigen **Ausschüttungsmöglichkeiten** deutlich eingeschränkt. Bei dem ursprünglichen Bilanzbild wären Ausschüttungen weit über dem Jahresüberschuss oder selbst bei Eintritt von Jahresfehlbeträgen noch insoweit zulässig gewesen, wie andere Gewinnrücklagen in noch stärkerem Ausmaß aufgelöst werden. Diese Möglichkeit kommt nach vollzogener Kapitalerhöhung nicht mehr in Betracht. Eine solche Maßnahme kann im Interesse des Managements, der Gläubiger und solcher Aktionäre liegen, die gerade nicht an Dividendenausschüttungen, sondern an Gewinnthesaurierung interessiert sind.
3. Ein weiteres Motiv kann in einer gewissen **Dividendenoptik** liegen. Würde im kommenden Jahr insgesamt derselbe Dividendenbetrag wie im Vorjahr ausgeschüttet (60 Mio. Euro), so würde dies nicht als eine Dividende *pro Aktie* von $60:80=0,75$ Euro, sondern nur noch als Dividende von $60:120=0,50$ Euro pro Aktie ausgewiesen. Selbst eine nicht zu große Erhöhung der Gewinnausschüttung, z.B. von 60 Mio. Euro auf 72 Mio. Euro, würde mit einem entsprechenden Dividendensatz von 0,60 Euro pro Aktie auf den ersten Blick immer noch als Rückgang gegenüber dem Vorjahr erscheinen. Auch derartige eher kosmetische, aber u. U. durchaus publikumswirksame Effekte mögen in dem einen oder anderen Fall erwünscht sein.

Wird demgegenüber von der – bekanntlich nur bei Stückaktien bestehenden – Möglichkeit Gebrauch gemacht, die Aktienzahl trotz der nominellen Kapitalerhöhung unverändert zu lassen, so treten die unter 1. und 3. angesprochenen Effekte *nicht* ein. In diesem Fall kann das zentrale Motiv der Initiatoren einer solchen Maßnahme somit eigentlich nur noch in der Beschränkung der zukünftigen zulässigen Ausschüttungsmöglichkeiten bestehen.

Übungsaufgabe 18

Die Hauptversammlung verzichtet offenbar auf gewisse Mitwirkungsrechte; dies dürfte als solches nicht im Interesse der Aktionäre liegen. Zugleich werden jedoch die Flexibilität und Handlungsfähigkeit der Geschäftsleitung erhöht, die diesen Kompetenzzuwachs durchaus im Interesse der Aktionäre nutzen kann, um etwa eine besonders günstige Marktsituation für eine Kapitalerhöhung auszunutzen.

Das Bestreben des Vorstandes kann möglicherweise ebenfalls dahingehen, zusätzliche Handlungsspielräume zu erhalten, um sie im Interesse der Aktionäre zu nutzen. Ebenso gut ist es aber auch denkbar, dass die Geschäftsleitung eine solche Ermächtigung wünscht, weil Autonomiestreben ein eigenständiges Ziel darstellt oder sie damit Spielräume für Handlungen gewinnt, die gar nicht unbedingt im Aktionärsinteresse liegen müssen.

Übungsaufgabe 19

- a) Wäre der Bezugsrechtskurs so hoch, dass $K_1 > K_2$ und $K_1^* > K_2^*$ gilt, so wäre es für den Aktionär günstiger, eine Altaktie cum right zu kaufen und sämtliche Bezugsrechte zu verkaufen. Analog wäre es für den Quereinsteiger ebenfalls günstiger, Altaktien zu kaufen und die anhängenden Bezugsrechte abzustoßen.

Bei einem solchen Bezugsrechtskurs würde also hohes Angebot an Bezugsrechten, jedoch geringe Nachfrage nach Bezugsrechten herrschen. Ein Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage könnte also nur bei einem niedrigeren Bezugsrechtskurs gefunden werden.

- b) Wäre der Bezugsrechtskurs hingegen so niedrig, dass $K_2 > K_1$ und $K_2^* > K_1^*$ gilt, so wäre es für den Aktionär günstiger, die Bezugsrechte auszuüben und nicht anzubieten. Für den Quereinsteiger hingegen wäre es vorteilhaft, Bezugsrechte zu diesem Kurs zu erwerben und sie auszuüben.

Bei einem solchen Bezugsrechtskurs würde also eine hohe Nachfrage nach Bezugsrechten auf ein allenfalls geringes Angebot an Bezugsrechten stoßen. Mithin könnte in dieser Situation ein Ausgleich von Angebot und Nachfrage nur bei einem höheren Bezugsrechtskurs gefunden werden.

Übungsaufgabe 20

- a) Der Buchungssatz lautet (in Mio. GE):

Bank	132	Grundkapital	20
		Kapitalrücklagen	112

- b) Das Bezugsverhältnis beträgt $b = 12:4 = 3:1$.

Gemäß Formel (4) gilt somit für den Bezugsrechtskurs (auf einem idealisierten Markt):

$$B = \frac{57 - 33}{3 + 1} = 6 \text{ GE.}$$

- c) Für den als Mischkurs bestimmten neuen Aktienkurs nach vollzogener Kapitalerhöhung ergibt sich:

$$C'_{B0} = \frac{12 \cdot 57 + 4 \cdot 33}{12 + 4} = 51 \text{ GE.}$$

Unter den unterstellten idealisierten Marktgegebenheiten würde der Aktienkurs also von 57 GE auf 51 GE sinken, wobei dieser Rückgang genau dem zuvor für das Bezugsrecht ermittelten Gleichgewichtskurs entspricht.

- d) Vernachlässigt man zunächst Unteilbarkeits- und Stückelungsprobleme, so kann einfach wie folgt argumentiert werden:

- (1) Im vorliegenden Fall benötigt man zum Bezug einer jungen Aktie 3 Bezugsrechte **und** 33 GE.
- (2) Bei einem Bezugsrechtswert von 6 GE können die 33 GE durch den Verkauf von 5,5 Bezugsrechten beschafft werden.
- (3) Also werden $3 + 5,5 = 8,5$ Bezugsrechte benötigt, um ohne jeglichen Einsatz liquider Mittel eine junge Aktie beziehen zu können.

Unterstellt man nun weiter, dass die Aktien nur in ganzzahliger Stückelung ausgegeben worden sind, so müsste RAFFAEL im vorliegenden Fall also über ein Bündel von 17 Aktien (oder einem ganzzahligen Vielfachen davon) verfügen. Durch den Verkauf von 11 Bezugsrechten würde er gerade soviel Erlösen (66 GE), um damit den Bezugskurs für 2 junge Aktien ($2 \times 33 \text{ GE}$) zu bezahlen, zu deren Bezug ihn die verbleibenden 6 Bezugsrechte ja gerade berechtigen.

Übungsaufgabe 21

a) Teilamortisationsverträge mit Andienungsrecht

- Durch Ausübung seines Andienungsrechtes erreicht der Leasinggeber die volle Amortisation, da der Andienungspreis entsprechend kalkuliert ist.
- Hat das Objekt am Ende der Grundmietzeit noch einen höheren Marktwert als den Andienungspreis, so kann der Leasinggeber auf das Andienungsrecht verzichten und einen zusätzlichen Gewinn realisieren.

Teilamortisationsverträge mit Mehrerlösbeteiligung

- Erreicht der tatsächliche Veräußerungserlös am Ende der Grundmietzeit nicht den im Hinblick auf eine Vollamortisation kalkulierten Restwert, so muss der Leasingnehmer den Differenzbetrag zu 100% ausgleichen.
- Dem Leasinggeber bleibt jedoch die Chance, an einem Mehrerlös zu einem bestimmten Prozentsatz (i. d. R. 25%) zu partizipieren.

Kündbare Teilamortisationsverträge

- Die Abschlusszahlung, die der Leasingnehmer nach der Kündigung zu leisten hat, ist wiederum so bemessen, dass der noch nicht amortisierte Restwert abgedeckt wird.
- Ein etwaiger Erlös aus der Veräußerung des Objektes wird zwar auf die zu leistende Restzahlung angerechnet, in aller Regel jedoch nur zu 90%. Mithin hat der Leasinggeber wiederum die Chance, über die Vollamortisation hinaus an der Wertentwicklung des Objekts zu partizipieren.

- b) Die Bezeichnung „Verträge mit *Mehrerlösbeteiligung*“ weist lediglich auf die Chance des Leasingnehmers hin, an einem möglichen Mehrerlös – im Vergleich zum kalkulatorischen Restwert – zu partizipieren. Das *Risiko*, einen etwaigen *Mindererlös* zu 100% abdecken zu müssen, wird in der genannten Bezeichnung diskret verschwiegen. „Leasingvertrag mit Mindererlösausgleichspflicht“ wäre ja sehr viel weniger werbewirksam.

Die Bezeichnung „kündbare Leasingverträge“ suggeriert die Möglichkeit, den Vertrag *jederzeit* kurzfristig kündigen zu können. De facto besteht diese Möglichkeit aber erst nach Ablauf der vereinbarten Grundmietzeit, also erst in der „zweiten Hälfte“ eines entsprechenden Leasingvertrages. In der Regel sind bei solchen „kündbaren Leasingverträgen“ zudem Abschlusszahlungen

des Leasingnehmers vertraglich vereinbart, die ihrerseits wiederum mit dem Zeitpunkt der Kündigung betraglich variieren können.

Übungsaufgabe 22

- a) Nach der angegebenen Ausschüttungsregel ergeben sich für die Jahre 1998 bis 2003 folgende Ansprüche pro Genussschein im Nennwert von 100 GE:

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ausschüttung pro Genussschein (GE)	20	20	24	0	0	16

- b) Der Rückzahlungsbetrag zum 31.12.2003 ergibt sich, indem der Nennwert eines Genussscheins von 100 GE um die in den Jahren 2000 und 2001 erfolgten Verlustzuweisungen vermindert wird. Von den in diesen Jahren eingetretenen Jahresfehlbeträgen von 1,5 Mio. GE bzw. 0,9 Mio. GE ist jeweils ein Drittel den Genussscheinen zuzurechnen, also 500.000 GE bzw. 300.000 GE. Bei der Anzahl von 50.000 emittierten Genussscheinen entspricht das 10 GE bzw. 6 GE.

Der zum 31.12.2003 fällige Rückzahlungsbetrag beläuft sich somit auf $100 - 10 - 6 = 84$ GE pro Genussschein.

Übungsaufgabe 23

- a) Nach der anzuwendenden Näherungsformel (vgl. Beispiel 9) ergibt sich

$$\tilde{r} = \frac{6 + \frac{100 - 96}{8}}{96} = 0,0677 \text{ .}$$

Bei einem Emissionskurs von 96% beliefte sich die Emissionsrendite also auf 6,77%.

- b) Aus der Lösung zu a) wissen wir, dass der „passende“ Emissionskurs über 96% liegen muss. Wir variieren den Emissionskurs daher in 0,5%-Schritten nach oben und berechnen nach der angegebenen Näherungsformel jeweils die Emissionsrendite. So ergibt sich folgende Tabelle:

C_E	\tilde{r}
96%	6,77%
96,5%	6,67%
97%	6,57%
97,5%	6,47%
98%	6,38%

Das vorgegebene Renditenintervall wird also bei einem Emissionskurs von 97,5% erreicht.

Diese Seite bleibt frei!

Anhang: Zusammenstellung ausgewählter Anleiheformen

In Ergänzung zu den Ausführungen im Abschnitt 3.2.2 haben wir einige besonders prägnante Ausgestaltungsformen von Anleihen, die sich einem Anleger in Deutschland bieten, zusammengestellt und stichwortartig erläutert.

Bundesanleihen

Festverzinsliche Anleihen des Bundes mit Gesamtlaufzeiten, die üblicherweise zwischen 8 und 15 Jahren liegen.

Bundesobligationen

Festverzinsliche Anleihen des Bundes mit einer Gesamtlaufzeit von 5 Jahren. Die Ausgabe erfolgt kontinuierlich in einzelnen Serien. Die Börseneinführung erfolgt erst nach dem vollständigen Verkauf der jeweiligen Serie.

Bundesschatzbriefe

Nicht börsengehandelte Anleihen des Bundes mit im Zeitablauf steigendem Zins und laufender Zinszahlung (Typ A mit 6-jähriger Laufzeit) oder Zinskumulation (Typ B mit 7-jähriger Laufzeit). Nach einer einjährigen Sperrfrist können innerhalb von 30 Zinstagen jeweils Schatzbriefe im Nominalwert bis zu 5.000 Euro (Typ A) bzw. zum Nominalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen (Typ B) zurückgegeben werden.

Euro -Auslandsanleihen

Anleihen ausländischer (privater und öffentlicher) Emittenten, bei denen Verzinsung und Tilgung in Euro erfolgen.

Doppelwährungsanleihen

An deutschen Börsen in Euro gehandelte Anleihen ausländischer Emittenten, bei denen Verzinsung und Tilgung in unterschiedlichen Währungen erfolgen.

Finanzierungsschätze

Nicht börsengehandelte Anleihen des Bundes mit 1- oder 2-jähriger Laufzeit (Typ 1 bzw. Typ 2), die keinen laufenden Zins erbringen, jedoch bei einer Rückzahlung zum Nennwert deutlich unter pari ausgegeben werden. Eine vorzeitige Rückgabe an den Emittenten ist nicht möglich.

Floating Rate Notes

Anleihen (i. d. R. mittlerer Laufzeit), deren Nominalzins an die Entwicklung anderer Referenzgrößen (z.B. LIBOR oder EURIBOR) gekoppelt ist.

Gedekte Optionsscheine (Covered Warrants)

Optionsscheine (s. u.), die Rechte auf den Bezug von Aktien aus einem Deckungsbestand beinhalten, den der Emittent zuvor gebildet hat.

Genussscheine

Wertpapiere, die eine mehr oder weniger stark ausgeprägte gewinnabhängige laufende Verzinsung aufweisen und – bei prinzipiell annähernd beliebigen Ausgestaltungsmöglichkeiten in Deutschland – in aller Regel dadurch gekennzeichnet sind, dass der Rückzahlungsanspruch

- um mögliche Verlustzurechnungen vermindert wird („Teilnahme am laufenden Verlust“) und
- in der Insolvenz des Emittenten erst nach Befriedigung aller übrigen Gläubiger geltend gemacht werden kann.

Gewinnschuldverschreibungen

Anleihen, deren laufende Verzinsung an die Gewinnentwicklung des Emittenten gekoppelt ist.

Indexanleihen

Anleihen, deren Rückzahlungsbetrag sich nach der Entwicklung eines bestimmten Index (z.B. eines Aktienindex) richtet.

Industrieanleihen

Festverzinsliche Anleihen, die von inländischen Unternehmen des nicht-finanziellen Sektors ausgegeben worden sind.

Naked Warrants

Isoliert ausgegebene Optionsscheine (s. u.).

Öffentliche Pfandbriefe

Von Realkreditinstituten und Girozentralen ausgegebene festverzinsliche Wertpapiere mit längerer Gesamtlaufzeit, zu deren Sicherung eine gesonderte Deckungsmasse aus Darlehensforderungen des Emittenten gegenüber Gemeinden, Kreisen und ähnlichen öffentlichen Stellen besteht. Vereinzelt tragen öffentliche Pfandbriefe noch die früher übliche Bezeichnung „Kommunalobligationen“.

Optionsanleihen

Festverzinsliche Anleihen, die nach Entscheidung ihres Inhabers dazu berechtigen, zusätzliche neu zu emittierende Aktien des Emittenten zu festgelegten Konditionen zu beziehen.

Optionsscheine

Selbständig börsengehandelte Wertpapiere, die dem Inhaber bestimmte Bezugsrechte gegenüber dem Emittenten gewähren. Sie können entweder durch Ablösung des reinen Optionsrechts von der Optionsanleihe (s. o.) entstehen oder von Anfang an isoliert ausgegeben werden.

Pfandbriefe

Von Realkreditinstituten und Girozentralen ausgegebene festverzinsliche Wertpapiere mit längerer Gesamtlaufzeit, zu deren Sicherung eine gesonderte Deckungsmasse aus grundpfandrechtlich abgesicherten Darlehensforderungen des Emittenten besteht.

Währungsanleihen

An deutschen Börsen in Euro gehandelte Anleihen ausländischer Emittenten, bei denen Verzinsung und Tilgung einheitlich in einer fremden Währung erfolgen.

Währungsoptionsscheine

Optionsscheine (s. o.), die das Recht gewähren, von dem Emittenten entweder einen bestimmten Währungsbetrag zu einem zuvor fixierten Kurs gegen Euro zu kaufen (call option) oder einen bestimmten Währungsbetrag zu einem zuvor fixierten Kurs gegen Euro zu verkaufen (put option).

Wandelanleihen

Festverzinsliche Anleihen, die nach Entscheidung ihres Inhabers (i.d.R. bei Zahlung eines bestimmten Betrages) in einem vorgegebenen Verhältnis in neu zu emittierende Aktien des Emittenten umgetauscht werden können.

Zero Bonds (Nullcoupon-Anleihen)

Anleihen ohne laufende Verzinsung, bei denen sich die Verzinsung indirekt aus der Differenz zwischen Rückzahlungskurs und niedrigerem Ausgabe- oder Börsenkurs ergibt.

Zinsoptionsscheine

Optionsscheine (s.o.), die das Recht zum Bezug bestimmter festverzinslicher Anleihen oder zur Auszahlung der Kursdifferenz zwischen dem Börsenkurs einer bestimmten Anleihe und einem zuvor fixierten Basiskurs beinhalten.

Diese Seite bleibt frei!