

Martens: Übungen in der Betriebswirtschaftslehre, #06

Betriebliche Finanzwirtschaft

19.05.2006

3.

3.1 Finanzierungstitel

• Gestaltungsrechte

„Handlungsmöglichkeiten des Titelinhabers, die ihm erlauben, seine Rechte und Pflichten aus dem Titel gegenüber dem Emittenten zu verändern“.

- **Veräußerungsrechte:** Regelungen aus dem Gesetz oder im Gesellschaftsvertrag oder anders zwischen Emittent und Erwerber

- a) **Forderungstitel** ist grds. **veräußerlich**, aber oft wird zwischen Emittent und Erst-Erwerber ein Veräußerungsverbot vereinbart
⇒ Veräußerungsverbot wird normalerweise wegen der Einschränkung der Flexibilität mit Zinserhöhung belegt
- b) **Beteiligungstitel** sind grds. **veräußerbar**, oftmals ist die Veräußerung aber an die **Zustimmung Dritter** gebunden
⇒ z.B. Aktienübergänge mit Indossament¹, daß man zustimmt

GmbH ⇒ „Stammkapital“
AG ⇒ „Grundkapital“

Für a) und b) gelten:

Erleichterung der Veräußerbarkeit

- ⇒ **Haftungsbeschränkung**
→ bei unbestimmter Haftung könnten evtl. auch Alt-Eigentümer belangt werden
- ⇒ **Verbriefung durch Wertpapiere**
→ „Inhaberpapiere“ → kein Indossament, auch namenlose Übertragung möglich
- ⇒ **Stückelung** in kleine Anteile
→ vergrößert die Zielgruppe

■ **Kündigungsrechte**

Durch die Kündigung erlöschen alle Rechte und Pflichten aus dem Titel

- ⇒ Bei **Finanzierungstiteln** kann im Emissionsvertrag eine **vorzeitige Rückzahlung** vereinbart werden und daß eine drohende **Zahlungsunfähigkeit** zum **Sonderrecht sofortiger Kündigung** führt
- ⇒ Bei **Beteiligungstiteln** ist die Ausübung von Kündigungsrechten unüblich; erstens stellt das **Eigenkapital Haftungsmasse** dar und zweitens ist **Gläubigerschutz** ein Grundprinzip des HGB² (beachte: HGB- vs. IAS³-/ IFRS⁴-Bilanzierung)

¹ Ein **Indossament** (von Italienisch in dosso, „auf dem Rücken“) ist ein sich meist auf der Rückseite befindender, formloser schriftlicher Übertragungsvermerk auf einem Orderpapier. Dadurch wird das Eigentum und das Recht aus dem Papier vom bisherigen Inhaber auf einen neuen Eigentümer übertragen. *Indossant* wird dabei der das Recht Übertragende, *Indossatar* der das Recht erhaltende (d. h. der neue Berechtigte) genannt. [wikipedia]

² diese Philosophie des HGB ist im angelsächsischen Raum unüblich

³ International Account Standards

⁴ International Financial Reporting Standards

■ **Sonstige Optionen**

(**Mezzanine** Finanzierungsformen⁵)

- ⇒ **Optionsschuldverschreibungen** sind Forderungstitel mit fester Verzinsung und Verbriefung des Rechts, sich optional an einem Unternehmen zu beteiligen, z.B. durch Aktienkauf zu festen Konditionen (eine Form der „bedingten Kapitalerhöhung“)
 - bei Ausübung der Option entsteht zusätzliches Eigenkapital in Höhe des Bezugsurses
- ⇒ **Wandel-Anleihe** (-Schuldverschreibung) beinhaltet das Recht, die Schuldverschreibung (Fremdkapital) in Eigenkapital zu wandeln; es handelt sich also um die Möglichkeit, Fremdkapital in Beteiligungstitel umzutauschen⁶

Aktienrückkauf war früher in Deutschland nicht möglich.

■ **Einwirkungs- und Informationsrechte**

Recht des Inhabers, Einfluß zu nehmen

- a) bei **Forderungstiteln** gibt's grds. keinen

Einfluß – Ausnahmen:

- ⇒ eine Bank kann einwirken, indem schon bei der Vergabe eines Kredits Mitwirkung (z.B. Zustimmungspflicht) vereinbart wird

→ **direkte Einwirkung**

- ⇒ eine Bank kann auch einwirken, indem nach der Kreditvergabe mit der Kündigung gedroht oder ein Beirat⁷ bestellt wird; auch: Besicherung

→ **indirekte Einwirkung**

- b) bei **Beteiligungstiteln** gibt's grds. Einfluß; alleine schon deshalb, da man schuldrechtliche (Forderungstitel hat volle Ansprüche) und Residualansprüche (Beteiligungstitel, Ansprüche auf „Rest“) unterscheiden muß

Der Wert einer **Wandelanleihe** (Wandelschuldverschreibungen, Convertibles)

setzt sich zusammen aus:

- Wert Anleihenkomponente
- Wert Aktienkomponente
- Wert Option

Optionsscheine (engl. Warrants) verbiefen genauso wie Optionen das Recht, *innerhalb* (amerikanischer Optionsschein) bzw. *am Ende* (europäischer Optionsschein) eines bestimmten Zeitraumes einen bestimmten Basiswert zu einem vorher bekannten Preis zu kaufen (Call-Option oder kurz Call) oder zu verkaufen (Put-Option, Put). Der dem Optionsschein in Form von Währungen oder Wertpapieren zugrundeliegende Wert heißt Bezugswert.

⁵ Mezzanine-Kapital oder **Mezzanine-Finanzierungen** (abgeleitet aus der Architektur i. S. v. Zwischengeschoss) beschreibt als Sammelbegriff Finanzierungsarten, die in ihren rechtlichen und wirtschaftlichen Ausgestaltungen eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellen. Dabei wird in der klassischen Variante einem Unternehmen wirtschaftliches und/oder bilanzielles Eigenkapital zugeführt, ohne den Kapitalgebern Stimm- oder Einflussnahmerechte bzw. Residualansprüche wie den echten Gesellschaftern zu gewähren. [wikipedia]

vgl. „mezzanine_060701.pdf“

⁶ auch: „bedingte Kapitalerhaltung“

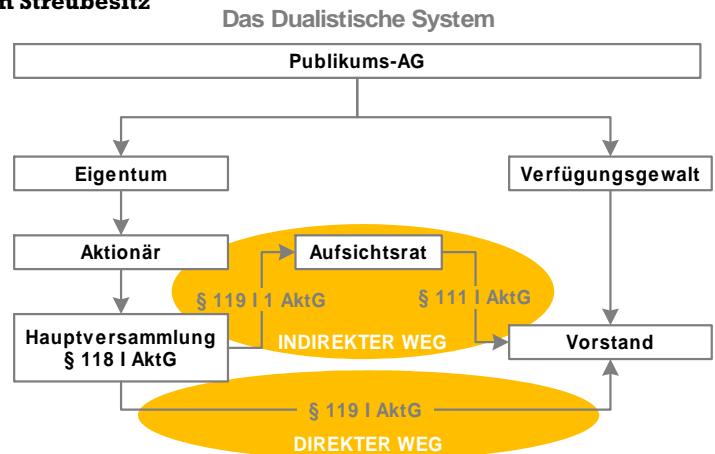
⁷ unterscheidet **Beirat** vs. **Aufsichtsrat**:

Ein **Beirat** ist ein Gremium mit beratender Funktion, das normalerweise keine Entscheidungsbefugnisse und keine Kontrollfunktion hat. Ein **Aufsichtsrat** ist typischerweise eines von drei Organen einer Aktiengesellschaft. Die beiden anderen Organe sind der Vorstand und die Hauptversammlung. Der Aufsichtsrat bildet mit dem Vorstand das Dualistische System.

Gesetzliche Vorschriften

bei großen Publikumsgesellschaften mit starkem Streubesitz

- In den 70er Jahren gab es umfassende Studien zu Publikumsgesellschaften.
- Bis auf Ausnahmen gilt One Share – One Vote. Beachte: KonTraG⁸
 - ⇒ Ausnahme ist die VW-Regelung („VW-Klausel“): Niedersachsen hält 20% der Aktien und kein Aktionär darf mehr Stimmrechte als 20% ausüben
- Im **angelsächsischen** Raum gibt es ein „Board“ mit Inside- und Outside-Direktoren
 - ⇒ das „**Monistische System**“
- SE⁹ ist starker Kompromiß mit geringer praktischer Bedeutung („**Europäische AG**“¹⁰)
- Viele Aktionäre lassen ihr **Stimmrecht verfallen** oder **erteilen** ihrer **Bank** das **Stimmrecht**
 - ⇒ das „Free-Rider-Verhalten“¹¹ der Kleinaktionäre
 - ⇒ Grund: das **Ausüben** des Stimmrechts ist **unökonomisch**
 - ⇒ im Laufe der Zeit ist dadurch die **Machtfülle** der **Banken** stark **angestiegen**
 - die Reaktion des Gesetzgebers im Rahmen vom KonTraG (Mai 1998) ist, daß **Banken** mit **mehr als 5% aus Fremdbesitz** nur mit **expliziter Weisung** Einfluß nehmen dürfen



Corporate Governance

- CG läßt sich definieren als
 - Zusammenhänge zwischen Unternehmensleitung, Leitungskontrolle und Unternehmenserfolg aus Sicht der Anteilseigner („Share Holder“)
 - Disziplinierung des Managements zum Schutz einer oder mehrerer Interessengruppen („Stake Holder“: Öffentlichkeit, Kunden, ...)
- Im Zusammenhang von CG ist auch das **KonTraG** zu sehen:
 - ⇒ **Schutz von Aktionärsinteressen**
 - ⇒ **Begrenzung der Bankenmacht**

Maßnahmen beziehen sich wesentlich auf den **Aufsichtsrat**, seine Arbeit zu unterstützen

- ⇒ **Effizienzsteigerung** des Aufsichtsrats
 - z. B. Auditkomitee, Personalkomitee → Ausschußbildung

⁸ „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“

⁹ Societas Europaea

¹⁰ Nach den Worten von Bundesjustizministerin Zypries soll die **Europäische** (Aktien-) **Gesellschaft SEEG** deutschen, europaweit tätigen Unternehmen die grenzüberschreitende Betätigung erleichtern und deren internationale Wettbewerbsfähigkeit stärken. „Mit der Europäischen Gesellschaft steht erstmals eine in wesentlichen Fragen einheitliche europäische Rechtsform für Kapitalgesellschaften zur Verfügung. Sie ermöglicht Unternehmen eine Expansion und Neuordnung über Ländergrenzen hinweg, ohne die kostspieligen und zeitaufwändigen Förmlichkeiten beachten zu müssen, die bislang mit der Gründung von Tochtergesellschaften verbunden sind“, so Zypries. Das Kürzel „SE“ bezeichnet die neue **europäische Aktiengesellschaft**. Deren gezeichnetes Kapital muss mindestens 120.000 Euro betragen. Die SE entsteht durch Umwandlung, Verschmelzung oder durch Gründung einer Holding- oder Tochtergesellschaft. Das neue Recht gilt für Gründungsgesellschaften mit Sitz in verschiedenen Mitgliedstaaten der EU oder solche mit Tochtergesellschaft oder Zweigniederlassung in einem anderen Mitgliedstaat. Das bedeutet, dass europaweit tätige Unternehmen grenzüberschreitend zur SE verschmelzen und sich dabei nun einer einzigen Rechtspersönlichkeit bedienen können. Der Gesetzgeber erhofft sich hierdurch für die angesprochenen Unternehmen wirtschaftliche und psychologische Vorteile im internationalen Wettbewerb. Die bisherige Praxis der Gruppierung von nationalen Tochtergesellschaften, auf die jeweils unterschiedliche nationale Vorschriften zur Anwendung kommen, wird obsolet, da die Unternehmen sich fortan rechtlich einheitlich organisieren können. [kanzlei.de, 30.12.2004]

¹¹ Trittbrettfahrer

- ⇒ **Installation eines Frühwarnsystems (§ 91 II AktG¹²)**
 - „System zur Früherkennung von (bestandsgefährdenden) Risiken (und Chancen)“
- ⇒ **Abschaffung von Mehrfach- und Höchststimmrechten**
 - **Unternehmensübernahmen** stellen auch ein **Ergebnis der Marktvorgänge** dar, die eine **Kontrollinstanz** sind – werden solche Mechanismen außer Kraft gesetzt, wird das Management nicht mehr in dem Maße diszipliniert → bei VW ist eine feindliche Übernahme unmöglich, was in seinen **Konsequenzen volkswirtschaftlich schädlich** ist
- ⇒ **Ausübung der Depotstimmen ohne Weisung unzulässig**, wenn die Bank in der HV Stimmen aus Eigenbeteiligungen von über 5% ausübt
 - das gilt **auch** für z.B. **Aktionärsvereinigungen**
- Im Juli 2002/ Juni 2003 **Transparenz- und Publizitätsgesetz** („TransPub“¹³)
 - ⇒ **Verbesserung** der deutschen **CG** und insb. der **Wirkungsweise des AR**
 - ⇒ **Stärkung des Finanzplatzes** Deutschland
- Neben den o.g. Einwirkungs- gibt es auch **Informationsrechte**
 - ⇒ auch: „**Corporate Governance Codex**“ **CGC**; zunächst auf freiwilliger Basis, mußte man sich dann am Jahresende äußern, ob man sich daran hält oder nicht

3.1.3 Märkte für Finanzierungstitel

- Man unterscheidet Primär- und Sekundärmärkte
 - **Primärmärkte** sind **Emissionsmärkte**, auf denen Titel ausgegeben werden
 - **Sekundärmärkte** sind **Zirkulationsmärkte**, auf denen Titel gehandelt werden
- Aufgaben** sind die **Erweiterung der Handlungsmöglichkeiten**
 - ⇒ **Förderung, Titel zu kaufen**, da jederzeit Abstoßung an Sekundärmarkt möglich
 - ⇒ **Fristentransformation: Unternehmen benötigen langfristig Kapital**, aber **Shareholder will kurzfristiges Engagement** → jeder Aktionär liefert *eine Zeit lang* seinen Beitrag
 - ⇒ **Informationsfunktion**
 1. **Reduktion der Transaktionskosten** – Börse, keine Suchkosten, Informationen offensichtlich
 2. **Informationsgehalt** (-funktion) der **Aktien-Kurse**

¹² § 91 AktG [Organisation. Buchführung]

(1) Der Vorstand hat dafür zu sorgen, daß die erforderlichen Handelsbücher geführt werden.

(2) Der Vorstand hat geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.

¹³ vgl. „bundesgesetzblatt_020725.pdf“, S. 2861ff