

Kapitel 2 Marktprozesse

Finanzmanagement/
Finanzwirtschaft



Aktien

- 1 Definition und Bestandteile
- 2 Aktienarten
- 3 Aktienstimmrecht und Aktienmehrheit
- 4 Emission von Aktien
- 5 Aktienrückkauf



Warum?

„Ohne Moos nix los.“ – Das gilt auch für Unternehmen. Würde man den Vorstand eines beliebigen Unternehmens nach seinen Wünschen bezüglich der Finanzierung fragen, erhielte man sicherlich folgende (oder eine ähnliche) Antwort: „Wir möchten *große Summen* so *günstig* wie möglich aufnehmen und das Geld dabei *so lange* wie möglich behalten.“

Aktiengesellschaften sind hier klar im Vorteil: Einerseits müssen sie zwar Dividende ausschütten und bekommen das Kapital somit *nicht* „kostenlos“, andererseits erhalten sie durch die Ausgabe von Aktien jedoch Eigenkapital, das ihnen *unbegrenzt* zur Verfügung steht und das sie daher flexibel nutzen können. Zudem sprechen Aktien ein breites Publikum an. Die Aufnahme *großer Beträge* ist daher relativ unproblematisch. Und noch einen weiteren Vorteil haben Aktien gegenüber anderen Finanzierungsmöglichkeiten: Die Aktionäre identifizieren sich mit ihrem Unternehmen, was der AG weitere Chancen bietet. Denn wer unterschreibt schon gerne einen Vertrag bei Mannesmann, wenn er selbst Telekom-Aktien besitzt?

Die Emission von Aktien wurde börsenfähigen Unternehmen vor allem Ende der 90er Jahre durch das gestiegene Aktieninteresse von Privatanlegern erleichtert:

Spätestens seit dem 18. November 1996, als die deutsche Telekom an die Börse ging, sind Aktien auch dem größten „Wirtschaftsmuffel“ ein Begriff. Seit der Einführung des gerne als Volksaktie titulierten Wertpapiers ist vor allem die Zahl der Kleinaktionäre deutlich gestiegen. Investierten 1997 noch 3,9 Millionen Anleger in Aktien, so waren es im Jahr 2000 mit 6,2 Millionen fast 60% mehr. Nach dem Börsencrash 2000 sank die Begeisterung für Aktien, ebenso wie die Zahl der Aktienemissionen jedoch stark. Im ersten Halbjahr 2002 besaßen nur noch 4,7 Millionen Anleger Aktien. Inzwischen lässt sich jedoch wieder ein leichter Anstieg verzeichnen.

1 Definition und Bestandteile ¹

Aktien sind Wertpapiere, die verschiedene Mitgliedschafts- bzw. Anteilsrechte an einem Unternehmen verbriefen und an der Börse gehandelt werden. Durch den Erwerb einer Aktie wird der Käufer Miteigentümer an der jeweiligen Aktiengesellschaft.

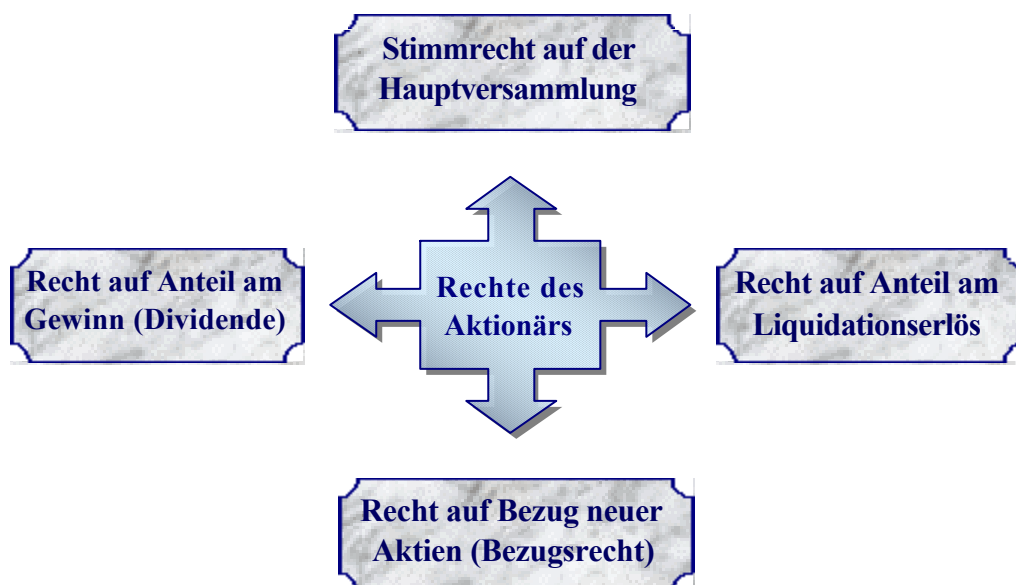


Abbildung 1
Mit der Aktie
verbundene Rechte

Aktien bestehen aus Mantel und Bogen:

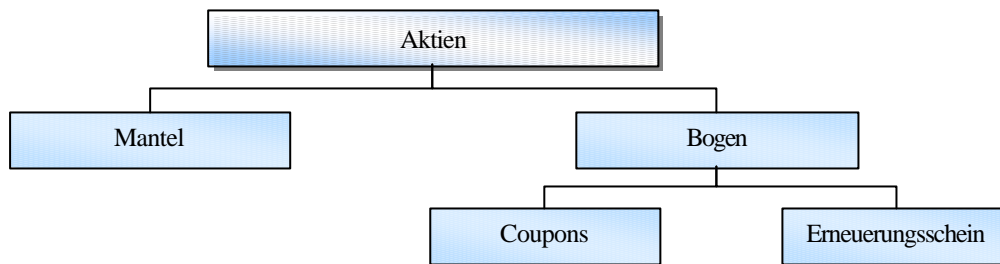


Abbildung 2
Bestandteile der Aktie

- ▶ Der **Mantel** stellt die eigentliche Wertpapierurkunde dar, welche die einzelnen Rechte verbrieft.
- ▶ Der **Bogen** enthält 10 bis 20 Coupons und den Erneuerungsschein.
Die **Coupons** werden auch Dividenden- oder Gewinnanteilsscheine genannt und sind für die Auszahlung der Dividende und die Ausübung des Bezugsrechts erforderlich. Sie werden am jeweiligen Fälligkeitstag vom Bogen abgetrennt und eingelöst.
Der **Erneuerungsschein**, auch Talon genannt, ist der letzte Abschnitt des Dividendenscheinbogens. Sind alle Coupons verbraucht, erhält der Aktionär für den Talon einen neuen Bogen.

Aus der Praxis...

Wie erhalten die Aktionäre ihre Dividende?

Bis vor wenigen Jahren bewahrten einige Aktionäre ihre Aktien zuhause „im Wohnzimmerschrank“ auf. Wurde die Dividende ausgeschüttet, schnitten sie den jeweiligen Coupon vom Bogen ab, gingen zur Bank und lösten ihn dort ein. Das Geld wurde ihnen entweder bar ausgezahlt oder auf ihr Konto überwiesen.

Inzwischen lagern jedoch fast alle Aktionäre ihre Wertpapiere im Depot der Bank. Diese bewahrt die Aktien allerdings auch nicht selbst auf, sondern gibt sie an den Kassenverein in Frankfurt weiter. Der Coupon wird dann dort abgeschnitten (bei älteren Aktien) und der Aktionär erhält die Dividende auf seinem Konto gutgeschrieben. Für diesen Service muss er jedoch Depotgebühren bezahlen.

Aktiengesellschaften, die erst vor kurzem an die Börse gingen, drucken oft gar keine Aktien mehr. Die Dividendenzahlung wird dann nur noch „über den Computer abgewickelt“ und schlägt sich schließlich auf dem Konto des Aktionärs nieder.

(Informationen der PSD Bank Nürnberg)

2 Aktienarten ²

Es gibt verschiedene Arten von Aktien, die sich nach mehreren Kriterien einteilen lassen:

Aktienarten – unterschieden nach		
den Übertragungsbestimmungen	der Art der Beteiligung am Grundkapital der AG	den durch die Aktie gewährten Rechten
<ul style="list-style-type: none"> • Inhaberaktie • Namensaktie 	<ul style="list-style-type: none"> • Nennwertaktie • Stückaktie 	<ul style="list-style-type: none"> • Stammaktie • Vorzugsaktie

Abbildung 3
Aktienarten

2.1 Einteilung nach den Übertragungsbestimmungen

2.1.1 Inhaberaktie

Auf der Inhaberaktie steht kein Name. Damit gilt der jeweilige Inhaber als Berechtigter. Sie wird durch Einigung und Übergabe übertragen (→ sehr beweglich). Die Inhaberaktie darf nur ausgegeben werden, wenn ihr Nennwert voll eingezahlt wurde (§10 AktG). Sie war bisher die übliche Aktienform in Deutschland, wird aber mehr und mehr von der Namensaktie abgelöst.

- Inhaberaktie**
- ▶ Besitzer ist Berechtigter
 - ▶ Sehr beweglich

2.1.2 Namensaktie

Die Namensaktie trägt den Namen ihres Aktionärs. Dieser muss ins Aktienbuch eingetragen werden, da er nur dann als Berechtigter gilt. Die Übertragung der Aktie ist der Gesellschaft mitzuteilen und erfordert die Umschreibung im Aktienbuch (→ wenig beweglich). Sie erfolgt durch Einigung, Indossament³ und Übergabe oder durch einfache Abtretung der Rechte (§398 BGB). Ist die Übertragung an die Zustimmung der AG gebunden, spricht man von **vinkulierten Namensaktien**.

- Namensaktie**
- ▶ Lautet auf den Namen des Aktionärs
 - ▶ Eigentümer ist im Aktienbuch eingetragen
 - ▶ Wenig beweglich

2.2 Einteilung nach der Beteiligung am Grundkapital

2.2.1 Nennwertaktie

Die Nennwertaktie lautet auf einen bestimmten Nennbetrag, der mindestens einen Euro betragen muss. Die Summe der Nennwerte aller ausgegebenen Aktien ergibt das Grundkapital (= gezeichnetes Kapital). Eine Unterpari-Emission ist verboten, d.h. die Nennwertaktien dürfen nicht unter ihrem Nennbetrag ausgegeben werden.

- Nennwertaktie**
- ▶ Lautet auf einen festen Nennbetrag
 - ▶ Unterpari-Emission verboten

2.2.2 Stückaktie

Die Stückaktie verkörpert - wie die Nennwertaktie - einen Anteil am Grundkapital. Sie besitzt allerdings keinen aufgedruckten Nennbetrag (→ nennwertlose Aktie). Ein „fiktiver Nennwert“ ergibt sich jedoch, wenn man das Grundkapital durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien teilt. Daher wird die Stückaktie auch „unechte nennwertlose Aktie“ genannt. Sie ist in Deutschland seit 1998 erlaubt, um die Umstellung der Aktien auf den Euro zu erleichtern.

Die echte nennwertlose Aktie, die **Quotenaktie**, ist hierzulande dagegen verboten. Sie verbrieft direkt einen bestimmten Anteil am Reinvermögen der Gesellschaft (z.B. 1/10.000).

Stückaktie

- ▶ Nennwertlose Aktie
- ▶ Als Quotenaktie verboten

2.3 Einteilung nach dem Umfang der gewährten Rechte

2.3.1 Stammaktie

Stammaktien gewähren ihrem Inhaber alle im Aktiengesetz vorgesehenen Rechte (Stimm-, Dividenden-, Bezugsrecht, Recht auf Liquidationserlös → vgl. Abbildung 1). Alle Aktionäre sind gleichberechtigt. (So hat z.B. jede Aktie eine Stimme.) Die Stammaktie ist die in Deutschland übliche Aktienform und daher verbreiteter als die Vorzugsaktie.

Stammaktie

- ▶ Verbietet alle Rechte
- ▶ Normaltyp

2.3.2 Vorzugsaktie

Die Vorzugsaktie gewährt ihrem Aktionär gegenüber den Stammaktionären bestimmte Sonderrechte. Diese beziehen sich auf:

- ▶ Gewinnbeteiligung (z.B.: **Stimmrechtslose Vorzugsaktie**: Sie stellt die verbreitetste Form der Vorzugsaktie dar. Ihr Aktionär hat kein Stimmrecht, erhält dafür aber eine höhere Dividende.)
- ▶ Beteiligung am Liquidationserlös
- ▶ Bezugsrecht
- ▶ Stimmrecht (z.B.: **Mehrstimmrechtsaktie**: Sie gewährt ein mehrfaches Stimmrecht, ist aber in Deutschland verboten.)

Vorzugsaktie

- ▶ Vorrechte bezüglich
 - Dividende
 - Liquidationserlös
 - Bezugsrecht
- ▶ Als Mehrstimmrechtsaktie verboten

3 Aktienstimmrecht und Aktienmehrheit ⁴

3.1 Aktienstimmrecht

Neben der stimmrechtlosen Vorzugsaktie hatten Aktiengesellschaften bis 1998 noch eine weitere Möglichkeit, das Stimmrecht ihrer Aktionäre einzuschränken. In der Satzung konnte ein Höchststimmrecht, d.h. eine Stimmrechtsbeschränkung festgelegt werden (Beispiel: Für je zehn Aktien erhielt der Aktionär eine Stimme).

Teilt man die Aktien nach ihrem Stimmrecht ein, lassen sich inzwischen jedoch nur noch drei verschiedene Arten unterscheiden:

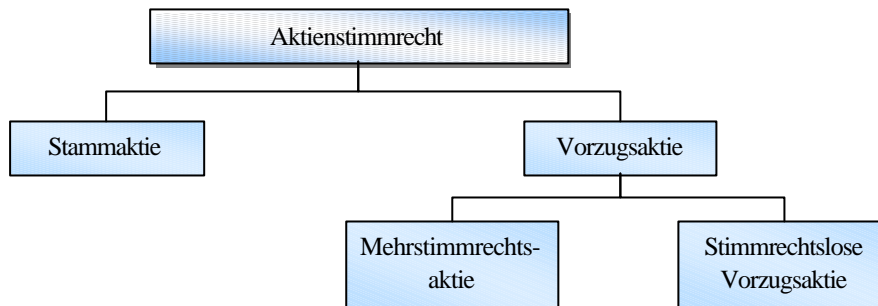


Abbildung 4
Aktienstimmrecht

3.2 Aktienmehrheit

Jeder Aktionär hat das Recht, die Unternehmenspolitik der Aktiengesellschaft mitzubestimmen. Dies kann er tun, indem er sein Stimmrecht auf der Hauptversammlung nutzt (Ausnahme: Stimmrechtslose Vorzugsaktie). Beschlüsse können dort nur mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen gefasst werden. Je nachdem, welche Entscheidungen getroffen werden, unterscheidet man einfache und qualifizierte Mehrheit.



Abbildung 5
Aktienmehrheit

- ▶ Die **einfache** oder auch **absolute Mehrheit** mit mehr als 50% der abgegebenen Stimmen ist grundsätzlich bei allen Hauptversammlungsbeschlüssen notwendig.
- ▶ Für manche Entscheidungen ist dies jedoch nicht ausreichend. Bei Beschlüssen über Satzungsänderungen, Kapitalerhöhungen, Fusionen oder die Auflösung der AG ist eine **qualifizierte Mehrheit** mit 75% der abgegebenen Stimmen erforderlich.

Solche Hauptversammlungsbeschlüsse können daher mit einer sogenannten **Sperrminorität**, d.h. mit mehr als 25% der Stimmen verhindert werden.

4 Emission von Aktien ⁵

Aktien können

- ▶ nach der Gründung einer Aktiengesellschaft im Zuge der **Erstmission** (→ Going Public) oder
- ▶ im Rahmen einer **Kapitalerhöhung** in einer bereits börsennotierten AG emittiert, d.h. ausgegeben werden.

4.1 Going Public ⁶

„Going Public“ bezeichnet den Gang eines Unternehmens an die Börse, d.h. die erstmalige Ausgabe (= Erstemission) von Aktien und deren anschließender Handel an der Börse.

Unternehmen ziehen einen Börsengang meist dann in Erwägung, wenn sie große Summen (z.B. für Entwicklung neuer Produkte oder den Ausbau der Marktposition) benötigen, diese aber nicht über andere Finanzierungsformen (z.B. Bankkredite) beschaffen können oder wollen.

Going Public
Gang an die Börse

Vorteile für die AG

- ▶ Schonung der Kreditlinien
- ▶ Kapital steht unbefristet zur Verfügung
- ▶ Keine Besicherung notwendig
- ▶ Breite Anlegergemeinde ⇒ Aufnahme großer Summen möglich
- ▶ Anleger identifizieren sich mit ihrer AG (→ Einleitung: Mannesmann/Telekom)



Nachteile für die AG

- ▶ Regelmäßige Information der Anleger notwendig
- ▶ Mitspracherecht der Aktionäre
- ▶ Dividendenzahlungen
- ▶ Gefahr der Übernahme durch ein anderes Unternehmen



4.1 Platzierung der Emission ⁷

Üblicherweise werden die Aktien nicht von der AG selbst ausgegeben. Die Emission wird meist von einem einzelnen Kreditinstitut oder von mehreren Banken, einem sogenannten Bankenkonsortium, übernommen.

Für die Unterbringung der Aktien am Kapitalmarkt und die Festlegung ihres Emissionspreises gibt es verschiedene Möglichkeiten. Hierzu gehören unter anderem das früher gebräuchliche Festpreisverfahren und das seit Mitte der 90er Jahre immer beliebtere Bookbuilding-Verfahren.

4.2.1 Das Festpreisverfahren

Beim Festpreisverfahren legen der Emittent, d.h. die Aktiengesellschaft und das Bankenkonsortium den Emissionspreis der Aktie zu Beginn der Verkaufsfrist gemeinsam fest. Der Preis wird anhand von Branchenvergleichen (z.B. der Börsenbewertung ähnlicher Gesellschaften), der aktuellen Marktlage und einer Unternehmensbewertung der AG bestimmt.

Die Anleger werden danach in Verkaufsprospekten aufgefordert, ihre Zeichnungsangebote innerhalb einer bestimmten Zeitspanne abzugeben.

Der im voraus festgelegte Preis führt häufig zu Über- oder Unterzeichnungen. Zu einer Überzeichnung kommt es, wenn die Nachfrage nach Aktien größer ist als das Angebot. Dies geschieht oft, wenn der Verkaufspreis niedriger ist als

Festpreisverfahren
Emissionspreis wird fest vorgegeben

von den Anlegern erwartet. Die Zeichnung wird dann meist vorzeitig geschlossen. Liegt der Emissionspreis über den Erwartungen, kann es zu einer Unterzeichnung und damit zu Unterbringungsschwierigkeiten kommen, da sich nicht genügend Käufer finden. Meist muss dann das Bankenconsortium einen Teil der Aktien ins Portefeuille übernehmen.

Um diese Nachteile zu verringern und einen möglichst marktgerechten Emissionspreis zu gewährleisten, wird inzwischen hauptsächlich das Bookbuilding-Verfahren angewendet.

4.2.2 Das Bookbuilding-Verfahren

Im Gegensatz zum Festpreisverfahren werden die Anleger beim international etablierten Bookbuilding-Verfahren direkt in die Preisfindung einbezogen. Hier geben die Banken, die die Börseneinführung der Aktie organisieren, eine Preisspanne vor, innerhalb derer die interessierten Anleger ihre Kaufangebote abgeben können. Der endgültige Preis der Aktie wird dann auf der Basis der abgegebenen Angebote ermittelt.

Das Verfahren lässt sich in vier Stufen einteilen:



Bookbuilding-Verfahren

Investoren werden in die Preisfindung einbezogen

Abbildung 6

Phasen des Bookbuilding-Verfahrens

1. In der „**Pre-Marketing-Phase**“ werden institutionelle Anleger (z.B. Fondgesellschaften oder Versicherungen) durch Veranstaltungen, Werbe- und Presseaktionen auf die bevorstehende Emission aufmerksam gemacht. Die potentiellen Großanleger geben dort unverbindliche Angebote ab. Mit Hilfe dieses ersten Eindrucks wird eine Zeichnungsspanne ermittelt, die als Richtgröße für den späteren Emissionskurs dient.
2. In der nachfolgenden „**Marketing-Phase**“ preist die AG ihre Aktien bei sogenannten „Road Shows“ in internationalen Finanzmetropolen an. Hier werden institutionelle Großinvestoren (z.B. mit Hilfe von Diashows oder ausgefeilten Vortragsmappen) gezielt angesprochen.
3. Beim „**Order-Taking**“ können (institutionelle und private) Investoren ca. zwei Wochen lang ihre Zeichnungswünsche innerhalb der vorgegebenen Spanne abgeben. Nach Abschluss der Zeichnung wird aus den vorliegenden Angeboten der Emissionspreis ermittelt. Bei der Preisfindung werden allerdings nur die Gebote der institutionellen Anleger berücksichtigt.
4. In der „**Zuteilungsphase**“ werden die Aktien an die Investoren, deren Gebote mindestens dem Emissionspreis entsprechen, ausgegeben. Die führende Bank des Konsortiums - der Konsortialführer - gibt dabei den Konsortialbanken für einen Teil der Aktien sogenannte Zuteilungsquoten vor („directed allocation“). Darüber hinaus erhalten die Banken weitere Aktien, die sie nach eigenem Ermessen - vor allem ihren Privatkunden - zuteilen können („free allocation“).

Was sind Zuteilungsquoten? Beispiel: Ein Unternehmen möchte 500.000 Aktien an die Börse bringen. Es wurden jedoch eine Million Aktien zum Emissionspreis gezeichnet. Der Konsortialführer beschließt z.B. eine Zuteilungsquote von 50%. Ein Anleger, der 20 (oder 500) Aktien gezeichnet hat, erhält dann nur 10 (oder 250) Stück.

Die Aktien müssen jedoch nicht immer zu einem bestimmten Prozentsatz zugeteilt werden. Es ist z.B. auch möglich, dass alle Anleger, die weniger als 50 Aktien gezeichnet haben, alle gewünschten Aktien erhalten. Wer zwischen 50 und 500 Aktien gezeichnet hat, bekommt maximal 250 Stück; wer über 500 Aktien möchte, erhält genau 500.

Aus der Praxis...

Das Bookbuilding-Verfahren in Deutschland

In den USA wird das Bookbuilding-Verfahren schon seit vielen Jahren angewandt, um einen möglichst marktgerechten Emissionskurs festzulegen. In Deutschland wird dieses Verfahren erst seit relativ kurzer Zeit verwendet: Die Dresdner Bank setzte es 1994 zum ersten Mal ein, um ihre eigenen Aktien zu platzieren. Seither erfreut sich das Verfahren zunehmender Beliebtheit.

So wurde beispielsweise der Emissionskurs der Aktien der Adidas AG mit Hilfe des Bookbuilding-Verfahrens festgestellt. Auch beim Börsengang der Deutschen Telekom wurde beschlossen, den Ausgabepreis für die T-Aktie auf diese Weise zu ermitteln. (Daten aus: www.platow.de und www.my-partner.de)

4.3 Kapitalerhöhung⁸

Aktiengesellschaften können (z.B. einige Jahre) nach der Erstemission weitere Aktien ausgeben und so ihr Grundkapital aufstocken. Man spricht dann von einer Kapitalerhöhung. Hierfür ist ein Hauptversammlungsbeschluss mit qualifizierter, d.h. $\frac{3}{4}$ - Mehrheit notwendig.

Die Kapitalerhöhung kann bei der AG in vier verschiedenen Formen erfolgen:

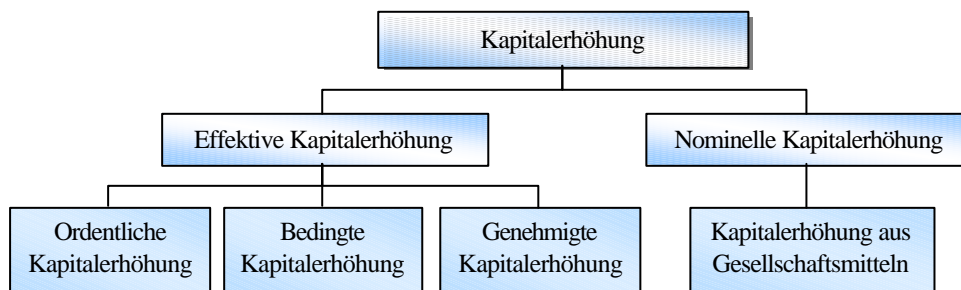


Abbildung 7
Formen der Kapitalerhöhung (KE)

- ▶ Die **ordentliche Kapitalerhöhung** ist die üblicherweise durchgeführte Erhöhung des gezeichneten Kapitals und wird auch **Kapitalerhöhung gegen Einlagen** genannt. Sie erfolgt durch die Ausgabe neuer Aktien, die auch als junge Aktien bezeichnet werden.

Ordentliche KE
Normalfall

- ▶ Die **bedingte Kapitalerhöhung** ist zweckgebunden und darf nur in folgenden Fällen durchgeführt werden:
 - ▶ Um Wandelanleihen in Aktien umzutauschen bzw. Aktien zu Optionsanleihen hinzuzuerwerben⁹
 - ▶ Zur Vorbereitung von Fusionen
 - ▶ Bei der Ausgabe von Belegschaftsaktien¹⁰

Bedingte KE
Zweckgebunden

Im Gegensatz zur ordentlichen und genehmigten Kapitalerhöhung haben die bisherigen Aktionäre hier kein Bezugsrecht.

- ▶ Bei der **genehmigten Kapitalerhöhung** ermächtigt die Hauptversammlung den Vorstand der AG, das Grundkapital im Laufe der nächsten fünf Jahre bis zu einem bestimmten Betrag (= genehmigtes Kapital) zu erhöhen. Damit steht zwar der Finanzierungsanlass, nicht aber der Zeitpunkt der Aktienaussgabe fest. Für die Emission kann so ein günstiger Termin (z.B. ein „gutes Börsenklima“) abgewartet und ein zukünftiger Kapitalbedarf rasch gedeckt werden, da die notwendigen Formalitäten (z.B. die Einberufung der Hauptversammlung) ja bereits erfüllt wurden.

Genehmigte KE
Zeitpunkt ungewiss

- ▶ Im Gegensatz zu den bereits genannten Formen, wird der AG bei der **Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln** kein zusätzliches Kapital zugeführt. Hier werden lediglich Rücklagen in gezeichnetes Kapital umgewandelt. Die bisherigen Aktionäre bekommen dann im selben Umfang sogenannte Berichtigungs- oder Gratisaktien. Durch den kostenlosen Erhalt dieser Aktien haben sie jedoch keinen finanziellen Vorteil, da die umgewandelten Rücklagen letztendlich nicht ausgezahlte Gewinne darstellen, die den Aktionären ohnehin zustehen.

KE aus Gesellschaftsmitteln
Kein zusätzliches Kapital

Bilanziell gesehen stellt diese Form der Kapitalerhöhung einen Passivtausch dar: Die Rücklagen vermindern sich und das Grundkapital erhöht sich um den gleichen Betrag. Dadurch sinkt der Bilanzkurs¹¹.

4.4 Bezugsrecht¹²

Die bisherigen Aktionäre, die auch als Altaktionäre bezeichnet werden, haben bei Kapitalerhöhungen ein gesetzliches Bezugsrecht, d.h. ihnen steht ein Vorkaufsrecht beim Bezug der neuen Aktien zu. Wie viele junge Aktien sie auf diese Weise bevorrechtigt erwerben dürfen, hängt vom Bezugsverhältnis und ihrer bisherigen Aktienanzahl ab.

Bezugsrecht
Vorrecht der Altaktionäre beim Erwerb neuer Aktien

Das Bezugsverhältnis gibt an, wie viele Altaktien erforderlich sind, um eine neue Aktie zu beziehen.

$$\text{Bezugsverhältnis} = \frac{\text{altes Grundkapital}}{\text{Kapitalerhöhungsbetrag}}$$

Bezugsverhältnis

Beispiel: Altes Grundkapital: 100.000 € Kapitalerhöhungsbetrag: 20.000 €

In diesem Fall ergibt sich ein Bezugsverhältnis von 5:1, d.h. für fünf alte Aktien kann eine neue Aktie bezogen werden.

Bezugsrechte werden gewährt, um

- ▶ Vermögensnachteile auszugleichen, die den Altaktionären durch eine sogenannte Kapitalverwässerung entstehen: Nach der Kapitalerhöhung sinkt der Börsenkurs der alten Aktie. Zudem verteilt sich das Vermögen der Gesellschaft nun auf mehrere Anteilseigner.
- ▶ Bestehende Stimmrechts- und Beteiligungsverhältnisse zu erhalten.

Zweck des Bezugsrechts

Beispiel einer Kapitalverwässerung: Börsenkurs der alten Aktie: 80 €
Emissionskurs (= Bezugskurs) der neuen Aktie: 30 € Bezugsverhältnis: 6:1.

6 alte Aktien zu je 80 € = 480 €

1 neue Aktie zu 30 € = 30 €

7 Aktien = 510 €

Der neue Aktienkurs beträgt demnach $(510 € : 7) = 72,86 €$ Ohne Berücksichtigung des Bezugsrechts würde sich bei den Altaktionären ein Wertverlust von $(80 € - 72,86 €) = 7,14 €$ pro Aktie ergeben.

Die bisherigen Aktionäre können auch auf die Ausübung ihrer Bezugsrechte verzichten und diese an der Börse verkaufen. Ihre Entscheidung hängt sicherlich wesentlich vom Bezugskurs, d.h. dem Kaufpreis der jungen Aktie ab. Dieser muss (laut Aktiengesetz) mindestens dem Nennwert der Aktie entsprechen, kann aber auch darüber liegen. Den Differenzbetrag zwischen Nennwert und Bezugskurs nennt man **Agio**. Der Bezugskurs liegt normalerweise unter dem Börsenwert der alten Aktie, um die junge Aktie attraktiver zu machen.

Bezugskurs

Möchte ein Aktionär seine Bezugsrechte verkaufen, so kann er deren Wert mit folgender Formel ermitteln:

Berechnung des Bezugsrechts

$$\text{Bezugsrecht} = \frac{\text{Börsenkurs der alten Aktie} - \text{Bezugskurs der jungen Aktie}}{\text{Bezugsverhältnis} + 1}$$

Beispiel: Bezugsverhältnis 6:1, Börsenkurs: 80 € Bezugskurs: 30 €

Der rechnerische Wert des Bezugsrechts beträgt $(80 € - 30 €) : 7 = 7,14 €$

Der tatsächliche Wert des Bezugsrechts ergibt sich jedoch nicht rechnerisch, sondern aus Angebot und Nachfrage an der Börse. Er weicht daher oft vom rechnerischen Wert ab.

Es kommt vor, dass die jungen Aktien - durch ihren Ausgabetermin bedingt - nicht in vollem Umfang an der Dividende des laufenden Geschäftsjahres teilhaben. Beispiel: Die Kapitalerhöhung findet im Juli statt. Die neuen Aktien erhalten die Dividende dann in der Regel nur für das zweite Halbjahr.

Dividendennachteil

Dieser Dividendennachteil muss bei der Ermittlung des Bezugsrechts berücksichtigt werden. Er verteuert die junge Aktie gegenüber der alten, da sie weniger Dividende erhält, als ihr zusteht.

$$\text{Bezugsrecht} = \frac{\text{Börsenkurs der alten Aktie} - (\text{Bezugskurs der jungen Aktie} + \text{Dividendennachteil})}{\text{Bezugsverhältnis} + 1}$$

5 Aktienrückkauf¹³

Der Rückkauf eigener Aktien war bis vor wenigen Jahren in Deutschland nur in Ausnahmefällen erlaubt. Durch das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (KonTraG) dürfen Unternehmen seit Mai 1998 bis zu 10% ihrer eigenen Aktien über die Börse zurückkaufen. Voraussetzung für den Rückkauf ist eine Genehmigung der Hauptversammlung, die jedoch nicht älter als 18 Monate sein darf.¹⁴ Die Aktionäre legen auf der Hauptversammlung auch den niedrigsten und höchsten Kaufbetrag sowie den Anteil am Grundkapital (max. 10%) fest.

Nach dem Rückkauf werden die Aktien entweder vernichtet oder sie erscheinen in der Bilanz der AG auf der Aktivseite im Umlaufvermögen (→ Niederstwertprinzip!).

KonTraG

Eine AG darf max. 10% ihrer eigenen Aktien zurückkaufen

5.1 Gründe für den Rückkauf eigener Aktien

Um langfristig am Kapitalmarkt erfolgreich zu sein, müssen sich Aktiengesellschaften auch um die Interessen ihrer Aktionäre kümmern. Im Rahmen des Shareholder-Value-Konzepts¹⁵ stellt ein Aktienrückkauf hierfür ein gut geeignetes Instrument dar. Daneben gibt es für Unternehmen auch noch andere Gründe, eigene Aktien zurückzukaufen.

- ▶ Durch Aktienrückkäufe *kann* der Fremdkapitalanteil des Unternehmens erhöht werden, wodurch eine Steigerung der **Eigenkapitalrentabilität** möglich ist (→ Leverage-Effekt)¹⁶.
- ▶ Die Zahl der umlaufenden und damit dividendenberechtigten Aktien verringert sich. Dadurch erhöht sich der **Gewinnanteil**, der auf eine Aktie entfällt (→ Shareholder Value).
- ▶ Dies führt dazu, dass das Unternehmen und seine Aktien für die Anleger attraktiver werden. Durch die erhöhte Nachfrage (der Anleger und des Unternehmens selbst) steigt der **Aktienkurs** (→ Shareholder Value).
- ▶ Nach dem Rückkauf befindet sich eine geringere Aktienanzahl auf dem Markt, so dass es für feindliche Unternehmen schwierig wird, genügend Aktien für eine Übernahme „einzusammeln“. Zudem wird durch den steigenden Aktienkurs der **Aufkauf** der AG teurer.
- ▶ Durch den Rückkauf signalisiert die AG **Vertrauen** in ihre Aktien und wirkt so kursstabilisierend.
- ▶ Bei nicht benötigtem Eigenkapital können Aktien eingezogen und so die **Kapitalkosten** gesenkt werden.
- ▶ Überschüssiges Kapital kann durch den Rückkauf sinnvoll **angelegt** werden.¹⁷
- ▶ Viele Unternehmen verwenden eigene Aktien als Gegenleistung bei **Akquisitionen**¹⁸.
- ▶ Eigene Aktien sollen an institutionelle Anleger weitergegeben werden, um so **neue Aktionärskreise** zu gewinnen.

- ▶ Die zurückgekauften Aktien können für eine Einführung der Aktie an **Auslandsbörsen** verwendet werden.
- ▶ Der Erwerb eigener Aktien soll **anstelle einer Dividendenzahlung** erfolgen (z.B. bei außerordentlichen Gewinnen) (→ steuerliche Vorteile).

Abbildung 7 fasst nochmals die wichtigsten Gründe für einen Aktienrückkauf zusammen:

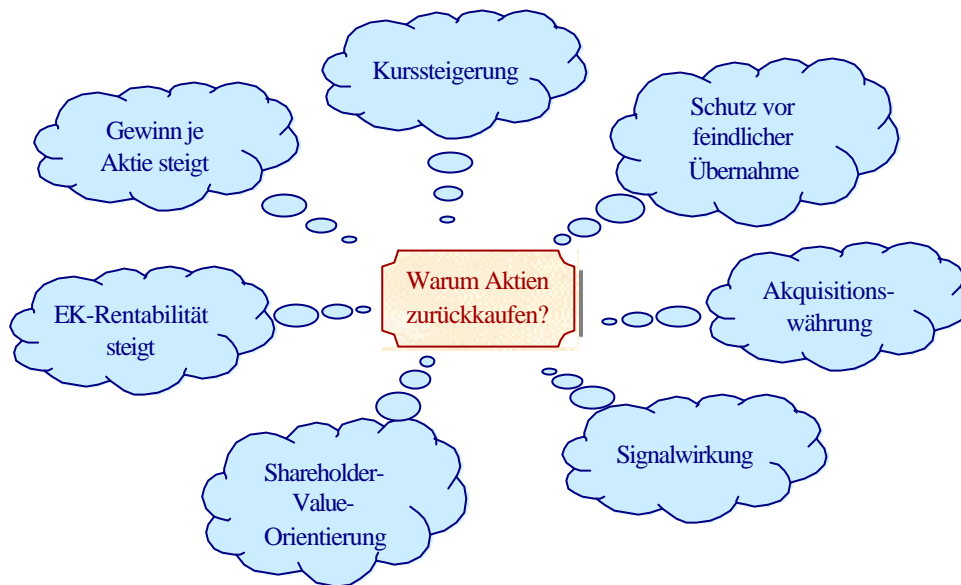


Abbildung 8
Mögliche Gründe für einen Aktienrückkauf

**Aus der Praxis...
Aktienrückkäufe 2002**

Als BASF Ende Juli 2002 bekannt gab, weitere Aktienrückkäufe vorzunehmen, legte die Aktie kräftig zu. Sie zählte zu den stärksten Gewinnern im Deutschen Aktienindex, obwohl der DAX selbst an diesem Tag „schwächelte“. Europas führender Chemiekonzern hat damit eines der größten Aktienrückkaufprogramme Deutschlands umgesetzt. BASF hatte schon im Jahr zuvor eigene Aktien im Wert von 1,3 Milliarden € gekauft, was einem Grundkapitalanteil von 5 % entspricht. Der Ludwigshafener Konzern wollte mit dem Rückkauf die Eigenkapitalquote senken und so seine Kapitalkosten verringern. Außerdem sollte das Ergebnis je Aktie erhöht werden. Die Ermächtigung der Hauptversammlung läuft zum 1. Oktober 2003 aus.

Auch der Kurs der IBS-Aktie schoss in die Höhe, als die - zum damaligen Zeitpunkt am Neuen Markt gelistete - Softwarefirma im Juni 2002 einen Aktienrückkauf verkündete. Grund für den Kauf war die anhaltende Unterbewertung der Aktie. Das Unternehmen wollte dem Kursverfall seiner Papiere entgegensteuern und erhoffte sich durch den Ankauf ein positives Signal.

Der Leipziger IT-Dienstleister PC-Ware - ebenfalls ein ehemaliges Unternehmen des Neuen Marktes - wollte sich mit seinem Mitte September 2002 angekündigten Aktienrückkauf dagegen für mögliche Zukäufe rüsten. Die rückgekauften Aktien sollten ganz oder teilweise für den Kauf von Unternehmen oder Beteiligungen verwendet werden.

(Daten aus: Informationen der Deutschen Bank)

Aus der Praxis...

Aktienrückkäufe 1998 / 1999

Bereits kurz nach Inkrafttreten des KonTraG ließen sich einige Unternehmen - darunter BASF, Schering, die Commerzbank und VW - von der Hauptversammlung zum Aktienrückkauf ermächtigen. Hierfür nannten sie damals folgende Gründe:

	BASF	Schering	Commerzbank	VW
Finanzierung von Akquisitionen			X	X
Schutz vor Übernahmen		X		
Kapitalherabsetzung			X	
Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität	X	X		
Steigerung des Aktienkurses	X	X		

5.2 Möglichkeiten zum Schutz vor Überfremdung

Wie bereits erwähnt, können feindliche Übernahmeveruche durch Aktienrückkäufe erschwert werden. Eine Aktiengesellschaft kann sich aber auch noch anderweitig gegen eine Überfremdung schützen, z.B. durch die Emission von Namensaktien oder stimmrechtslosen Vorzugsaktien.



Abbildung 9
Schutz vor
Überfremdung

Aus der Praxis...

Stimmrechtsbeschränkungen deutscher Unternehmen und der Fall Continental / Pirelli

Einige deutsche Unternehmen haben in ihrer Satzung ein Höchststimmrecht verankert. Hierzu zählen unter anderem Bayer, BASF, die Deutsche Bank, Mannesmann und Continental. Die meisten von ihnen haben das Stimmrecht auf 5% oder 10% ihres Grundkapitals beschränkt.

So auch die Continental AG Anfang der 90er Jahre. Doch trotz einer Stimmrechtsbeschränkung von 5% musste sie sich von 1990 - 1993 gegen die Übernahmeveruche des italienischen Pirelli-Konzerns zur Wehr setzen. Dieser schloss sich mit anderen Anteilseignern, die auch jeweils 5% der Stimmen hielten, zusammen und versuchte so auf eine absolute Mehrheit zu kommen. Continental konnte den Übernahmeveruch letztendlich abwehren.

Fazit: Feindliche Übernahmen werden durch Stimmrechtsbeschränkungen zwar erschwert, der Fall Continental / Pirelli zeigt jedoch, dass sie keineswegs ein „Allheilmittel“ darstellen.

(Daten aus: Beyer, H.-T.: Vorlesungsunterlagen und www.hsozkult.geschichte.hu-berlin.de)

Interessante Literatur zum Thema

Olfert, Klaus.

Finanzierung. Friedrich Kiehl Verlag. Ludwigshafen 2001.

Olfert, Klaus/ Reichel, Christopher

Kompakt-Training Finanzierung. Friedrich Kiehl Verlag. Ludwigshafen 2001.

Kommentare

¹ Vgl. BEYER: Unterlagen zur Vorlesung, Kapitel 2/C/5: Finanzmanagement
OLFERT: Finanzierung

² Vgl. SANDNER: Aktien und Aktienrückkauf
OLFERT: Finanzierung
OLFERT / REICHEL: Kompakt-Training Finanzierung
BEYER: Unterlagen zur Vorlesung, Kapitel 2/C/5: Finanzmanagement

³ **Indossament**

Das Indossament ist eine schriftliche Erklärung auf der Rückseite der Aktie. Es enthält die Unterschrift des bisherigen Eigentümers, der damit die Aktie an eine namentlich bezeichnete Person überträgt.

⁴ Vgl. BEYER: Unterlagen zur Vorlesung, Kapitel 2/C/5: Finanzmanagement

⁵ Vgl. PERRIDON / STEINER: Finanzwirtschaft der Unternehmung

⁶ Vgl. VON BERG: Grundlagen und Entwicklungstendenzen der Finanzierung und des Leasings

⁷ Vgl. MÜLLER: Börse, Börsenhandel und Kapitalerhöhung
<http://www.platow.de/platobriefe/abc/026.htm>
THIESEN / THIESEN: Außenfinanzierung I
<http://www.uni-leipzig.de/bankinstitut/dokumente/2001-12-01-03.pdf>
<http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/stichwort/stichwor.htm>
Informationen der Deutschen Bank Frankfurt und der PSD Bank Nürnberg

⁸ Vgl. PERRIDON / STEINER: Finanzwirtschaft der Unternehmung
SCHMALEN: Grundlagen und Probleme der Betriebswirtschaft
OLFERT: Finanzierung
BEYER: Unterlagen zur Vorlesung, Kapitel 2/C/5: Finanzmanagement

⁹ **Wandelanleihe/ Optionsanleihe**

Eine Wandelanleihe ist ein Industrieobligation, bei der statt der Rückzahlung der Anleiheschuld ein Umtausch in Aktien möglich ist. Auch die Optionsanleihe ist eine Sonderform der Industrieobligation. Ihr Inhaber hat die Möglichkeit (Option), junge Aktien zu seiner Anleihe hinzuzuerwerben.

¹⁰ **Belegschaftsaktien**

Belegschaftsaktien werden ausgegeben, um Mitarbeiter am Gewinn der Aktiengesellschaft zu beteiligen.

¹¹ **Bilanzkurs**

$$\text{Bilanzkurs} = \frac{\text{Eigenkapital} \times 100\%}{\text{gezeichnetes Kapital}}$$

Der Bilanzkurs sinkt, da sich das gezeichnete Kapital erhöht und das Eigenkapital nicht verändert wird.

¹² Vgl. BEYER: Unterlagen zur Vorlesung, Kapitel 2/C/5: Finanzmanagement
OLFERT: Finanzierung

¹³ Vgl. SANDNER: Aktien und Aktienrückkauf
BEYER: Unterlagen zur Vorlesung, Kapitel 2/C/5: Finanzmanagement

-
- ¹⁴ Anfang 1999 hatten sich schon 65 deutsche Unternehmen die Zustimmung ihrer Aktionäre eingeholt. Inzwischen besitzen über 100 Unternehmen die Ermächtigung zum Aktienrückkauf, darunter auch Allianz, Metro und SAP.
- ¹⁵ **Shareholder-Value-Ansatz**
 Shareholder Value bedeutet Wert des Eigenkapitals. Das Shareholder-Value-Konzept wurde 1986 vom Amerikaner Alfred Rappaport entwickelt. Es stellt den Shareholder, d.h. den Aktionär, in den Mittelpunkt unternehmerischen Handelns. Betriebe, die nach diesem Konzept arbeiten, versuchen unter anderem, die finanziellen Erträge (= Kursgewinne, Dividenden, Bezugsrecht) ihrer Aktionäre zu maximieren (vgl. auch Handouts zu Kapitel 5/A/1). Durch den Rückkauf eigener Aktien steigen auch der Kurs und der Gewinnanteil je Aktie. Daher trägt ein Aktienrückkauf zur Verwirklichung des Shareholder-Value-Konzepts bei.
 Vorsicht ist jedoch geboten, wenn der Aktienkurs durch den Rückkauf soweit in die Höhe getrieben wird, dass dieser nicht mehr den wirklichen Unternehmenswert widerspiegelt. In diesem Fall ist der Unternehmenswert nicht nachhaltig gestiegen. Daher verwirklicht ein Unternehmen den Shareholder-Value-Ansatz nicht automatisch, nur weil es Aktien zurückkauft.
- ¹⁶ **Leverage-Effekt**
 Der Leverage-Effekt besagt, dass die Eigenkapitalrentabilität steigt, wenn sich der Fremdkapitalanteil des Unternehmens erhöht – Dies gilt jedoch nur, solange die Gesamtkapitalrentabilität größer ist als die Zinsen für das Fremdkapital!
 Der Fremdkapitalanteil des Unternehmens steigt nur, wenn die zurückgekauften Aktien fremdfinanziert werden (Aufnahme von Fremdkapital) oder der Rückkauf mit einer Kapitalherabsetzung verbunden ist (Der Aktienrückkauf verringert das Grundkapital und damit das Eigenkapital der AG). Nur dann greift der Leverage-Effekt.
- ¹⁷ Dies wird von Kritikern des Aktienrückkaufs allerdings oft als Ideenlosigkeit angesehen. Sie argumentieren, dass es besser wäre, überschüssiges Kapital in neue Technologien oder Arbeitsplätze zu investieren. Die Gelder würden dann nicht - wie beim Aktienrückkauf - „brachliegen“, sondern langfristig Gewinne erwirtschaften. Zur Kapitalanlage sollte ein Aktienrückkauf deshalb nur dann verwendet werden, wenn die AG weitere Gründe dafür hat (z.B. wenn sie ihre Aktien für unterbewertet hält).
- ¹⁸ **Akquisition**
 Kauft ein Unternehmen ein anderes auf, so spricht man von einer Akquisition.



Beyer, Horst-Tilo (Hg.): Online-Lehrbuch BWL, <http://www.online-lehrbuch-bwl.de>