

2 Beteiligungsfinanzierung

Die Beteiligungsfinanzierung beinhaltet grundsätzlich alle Formen der Eigenkapitalbeschaffung von außen. Die Beteiligung kann in Form von **Finanzeinlagen**, **Sacheinlagen** und **Rechten** erfolgen. Je nach Rechtsstellung der Eigenkapitalgeber und Rechtsform der Unternehmung können sich unterschiedliche Rechtsfolgen (Haftung, Mitsprache, Mitbestimmung, Gewinnanteile etc.) und differierende steuerliche Konsequenzen (Einkommensteuer, Körperschaftssteuer etc.) für das Unternehmen und die Kapitalgeber ergeben. Für die Aufbringung von Eigenkapital bei der Beteiligungsfinanzierung ist die Rechtsform einer Unternehmung entscheidend. Finanzsystematisch zählt die Beteiligungsfinanzierung neben der Innenfinanzierung zur Eigenfinanzierung.

2.1 Beteiligungsfinanzierung bei emissionsfähigen Unternehmen

2.1.1 Merkmale emissionsfähiger Unternehmen

Emissionsfähige Unternehmen sind Gesellschaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (vgl. Abb. 2.1). Sie können bei der Eigenkapitalbeschaffung den organisierten **Kapitalmarkt** (Wertpapierbörse) nutzen. Unter Emission wird die Ausgabe von Aktien und anderen Wertpapieren, d. h. die Einführung in den Wertpapierhandel verstanden. Die Ausgabe von Aktien räumt emissionsfähigen Unternehmen die Möglichkeit ein, hohe Kapitalbeträge von einer Vielzahl kleinerer Aktionäre einzusammeln. Durch die Novelle des Aktiengesetzes von 1994 hat sich die Rechtsform der Aktiengesellschaft für mittelständische Unternehmen zu einer attraktiven Gesellschaftsform entwickelt (vgl. Perridon und Steiner 2007, S. 357).

Emissionsfähige Unternehmen	
• AG (Aktiengesellschaft) • KGaA (Kommanditgesellschaft auf Aktien) • Kleine AG	

Abb. 2.1 Emissionsfähige Unternehmen

Emissionsfähige Unternehmen lassen sich durch folgende Merkmale charakterisieren (vgl. Perridon und Steiner 2007, S. 358; Schäfer 2002, S. 149):

- Die Beschaffung großer Eigenkapitalbeträge ist durch Aufteilung in viele kleinere Teilbeträge (Aktien) leicht möglich,

- hohe Fungibilität (Handelbarkeit) der Beteiligungsanteile (Aktien),
- detaillierte rechtliche Gestaltung des Gesellschaftsvertrages durch das Aktiengesetz,
- Abkopplung der Eigenkapitalgeberposition von der Geschäftsführung mit der Folge einer kontinuierlichen und unveränderten Geschäftspolitik bei einem Eigenkapitalgeberwechsel,
- Zugriff auf den anonymen Kapitalmarkt.

2.1.2 Beteiligungsfinanzierung bei Aktiengesellschaften

Die Aktiengesellschaft ist eine Kapitalgesellschaft, bei der die Aktionäre ihr Risiko auf das Grundkapital beschränken.

Im Gegensatz zu Personengesellschaften, die ein variables Eigenkapitalkonto besitzen, weisen Kapitalgesellschaften ein fixes haftendes Kapital (Grundkapital bei der AG, Stammkapital bei der GmbH) auf. Das Eigenkapital einer Aktiengesellschaft setzt sich aus verschiedenen Positionen zusammen:

I.	Gezeichnetes Kapital (Grundkapital)	Nominalkapital	Rechnerisches Eigenkapital	Effektives Eigenkapital
II.	Kapitalrücklage			
III.	Gewinnrücklagen			
1.	gesetzliche Rücklage			
2.	Rücklage für eigene Anteile			
3.	satzungsmäßige Rücklagen			
4.	andere Gewinnrücklagen			
IV.	Gewinnvortrag/Verlustvortrag			
V.	Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag			
=	bilanzielles Eigenkapital			
VI.	stille Reserven			

Das **Grundkapital** ergibt sich aus der Summe aller Nennwerte der gezeichneten Aktien unabhängig davon, ob der Gegenwartswert bereits eingezahlt wurde oder nicht.

Die Differenz zwischen Ausgabekurs und Nominalwert einer Aktie, das Agio bzw. Aufgeld wird in die **Kapitalrücklage** der Gesellschaft eingestellt.

Die **Gewinnrücklagen** werden aus dem jeweiligen Jahresüberschuss in verschiedene Rücklagepositionen eingestellt.

Unter der **gesetzlichen Rücklage** versteht man nach dem HGB den Teil der Gewinnrücklagen, der aufgrund gesetzlicher Vorschriften gebildet werden muss. Gemäß § 150 Abs. 2 AktG sind so lange 5 % des Jahresüberschusses in die gesetzliche

Rücklage einzustellen, bis diese zusammen mit der Kapitalrücklage 10 % des Grundkapitals oder einen von der Satzung bestimmten höheren Prozentsatz erreicht hat.

Die **Rücklage für eigene Anteile** erfasst den Betrag für im Unternehmen gehaltene eigene Anteile. Gemäß § 266 Abs. 3 HGB ist die „Rücklage für eigene Anteile“ zu bilden, die in ihrer Höhe dem nach § 266 Abs. 2 HGB auf der Aktivseite der Bilanz für eigene Anteile auszuweisenden Betrag entspricht (vgl. § 272 Abs. 4 HGB).

Satzungsmäßige Rücklagen bzw. statutarische Rücklagen erfassen alle die Rücklagen, zu deren Bildung die Kapitalgesellschaft aufgrund der Satzung oder des Gesellschaftsvertrages verpflichtet ist.

Andere Gewinnrücklagen umfassen all diejenigen Rücklagen, die aus dem Jahresüberschuss eingestellt werden, die jedoch gemäß § 266 Abs. 3 HGB nicht gesondert auszuweisen sind. Sie stellen somit eine Sammelposition dar (vgl. Coenenberg 1997, S. 194 ff.).

Zunehmend mehr deutsche Unternehmen wählen die Aktiengesellschaft als Rechtsform, da sie viele Vorteile mit sich bringt. Im Einzelnen sind es die folgenden Vorteile:

- Die **Kapitalaufteilung in kleine und kleinste Teilbeträge**, so dass eine Beteiligung mit geringem Kapital möglich ist (großer potenzieller Aktionärskreis),
- die **hohe Fungibilität der Kapitalanteile** über organisierte Kapitalmärkte, die Wertpapierbörsen,
- die **große Anzahl von Eigentümern**, die nur kapitalmäßige Interessen verfolgen,
- die umfangreiche **rechtliche Ausgestaltung** des Gesellschaftsvertrages durch das Aktiengesetz. Aktionäre erhalten dadurch eine relativ große Rechtssicherheit und Transparenz.

2.1.2.1 Aktienarten

Aktien sind Wertpapiere, die dem Aktionär Rechte an einer Aktiengesellschaft einräumen. Sie werden bei der **Gründung**, der **Umwandlung** von einer Personengesellschaft oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung und bei einer **Kapitalerhöhung** herausgegeben.

Der Aktiennennwert beträgt mindestens 1 EUR. Ausgaben unter dem Nennwert (Unterpari-Emissionen) sind verboten. Überpari-Emissionen hingegen sind bei Wertpapieremissionen die gängige Praxis. Das Agio (Aufgeld), der Betrag über den Nennwert hinaus, wird in die Kapitalrücklage eingestellt. Er gehört zum Eigenkapital der Unternehmung (vgl. § 272 Abs. 2 HGB, § 150 AktG). Die Summe aller Aktiennennwerte bildet das Grundkapital einer AG. Zusammen mit der Kapitalrücklage und den Gewinnrücklagen stellt es das Eigenkapital der Gesellschaft dar.

Der Begriff Aktien umfasst:

- Die mit der Aktie verbundenen Rechte und Pflichten,
- den Anteil an einem Unternehmen,
- die Urkunde (bei effektiver Aushändigung).

Aktien werden je nach Verwendung unterschiedlich bezeichnet. Die diversen Arten der Aktien sind anhand verschiedener Kriterien zu unterscheiden (vgl. Abb. 2.2).

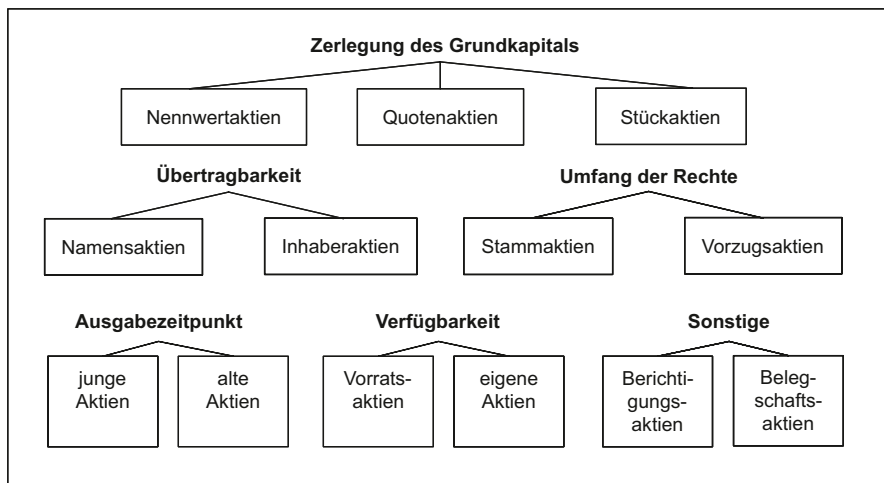


Abb. 2.2 Aktienarten

Das Grundkapital einer Aktiengesellschaft kann, je nach Aktiengattung, auf die herausgegebenen Aktien unterschiedlich aufgeteilt sein. **Nennwertaktien** lauten auf einen bestimmten Nennbetrag z. B. 1 EUR oder ein Vielfaches davon. Die Summe der Nennwerte ergibt das Grundkapital einer Aktiengesellschaft. Bei der Aktienemission werden in Deutschland i. d. R. Nennwertaktien emittiert. Wird der Wert einer Aktie durch eine Quote am Reinvermögen ausgedrückt, hat das Unternehmen **Quotenaktien** herausgegeben. Quotenaktien, die in Deutschland verboten sind, sind in den USA weit verbreitet. Die Anzahl der emittierten Aktien richtet sich nach der Quotenaufteilung. Neben den Nennwertaktien sind in Deutschland auch **Stückaktien** zugelassen. Bei der Einführung von Stückaktien ist in der Satzung die Anzahl der insgesamt umlaufenden Aktien anzugeben. Stückaktien sind **nennwertlose Aktien**, die einen Anteil am Grundkapital verkörpern. Ihr Wert ergibt sich, indem das Grundkapital durch die Anzahl der Aktien geteilt wird. Einen ökonomischen Unterschied zwischen den drei Ausgestaltungsformen gibt es nicht (vgl. Perridon und Steiner 2007 S. 360; Wöhe und Bilstein 2002, S. 45).

Nach den Möglichkeiten der Übertragung wird zwischen Inhaber- und Namensaktien unterschieden. **Inhaberaktien** lauten im Gegensatz zu den Namensaktien nicht auf einen bestimmten Aktionär, sondern die die Aktien innehaltende Person

ist Inhaber, und damit legitimer Eigentümer der Aktie. Die Weitergabe der Aktie erfolgt durch Einigung und Übergabe (§ 929 BGB). Voraussetzung für die Ausgabe von Inhaberaktien ist die volle Einzahlung der Nennwerte.

Die meisten deutschen Aktien lauten auf den Inhaber, sie können aber auch auf den Namen des Aktionärs (**Namensaktien**) lauten. Die Aktionäre werden im Aktienbuch der Gesellschaft (§ 67 AktG) eingetragen. Namensaktien sind geborene Orderpapiere, ihre Übergabe erfolgt durch Einigung, Übergabe der indossierten Aktie und Umschreibung im Aktienbuch der Gesellschaft. Nur die im Aktienbuch eingetragene Person gilt gegenüber der Gesellschaft als legitimer Aktionär. Ist die Übertragung von Namensaktien an die Zustimmung der Gesellschaft gebunden, handelt es sich um **vinkulierte Namensaktien**. Diese Aktiengattung wird zur Gestaltung des Aktionärskreises herausgegeben. Die Übertragung ist von der Zustimmung der Gesellschaft abhängig. Hierdurch soll eine unerwünschte Übernahme von Aktien durch Dritte (unfriendly takeover) vermieden werden. Sie wird häufig bei Familienaktiengesellschaften ausgegeben. Die Emission von vinkulierten Namensaktien kann aber auch gesetzlich vorgeschrieben sein, wie z. B. bei Nebenleistungs-Aktiengesellschaften, bei denen die Aktionäre verpflichtet sind, zusätzlich ständig wiederkehrende Leistungen zu erbringen, wie die Lieferung von Zuckerrüben an eine Zucker-AG oder Milchlieferungen an eine Molkerei-AG (§§ 50, 180 AktG). Es muss Gewissheit bestehen, dass der Aktionär in der Lage ist, die Leistungen zu erbringen. Die Ausgabe von Namensaktien erfolgt i. d. R. ergänzend zu Stammaktien. Sie sind sehr eingeschränkt fungibel und verursachen einen erheblichen Verwaltungsaufwand (vgl. Däumler 1997, S. 344; Wöhe und Bilsstein 1998, S. 47).

Nach dem Umfang der verbrieften Rechte werden Aktien in Stamm- und Vorzugsaktien kategorisiert. **Stammaktien** sind die gewöhnlich (Normaltyp) von einer AG zur Beschaffung von Grundkapital herausgegebenen Teilhaberpapiere. Sie gewähren den Aktionären die lt. Aktiengesetz oder Satzung zustehenden Rechte wie:

- Recht auf Teilnahme an der Hauptversammlung,
- Stimmrecht in der Hauptversammlung,
- Anspruch auf Anteil am Gewinn (Dividendenrecht),
- Anspruch auf Bezug junger Aktien bei Kapitalerhöhungen (Bezugsrecht),
- Anspruch auf Anteil am Liquidationserlös bei Auflösung der AG,
- Anspruch auf Auskunft durch den Vorstand.

Vorzugsaktien räumen den Aktionären in Bezug auf die mit der Stammaktie verbrieften Rechte bestimmte Vorzüge ein. Einige Vorzugsaktien gewähren ausschließlich zusätzliche Rechte (**absolute Vorzugsaktien**) z. B. Dividendenvorzugsaktien mit Stimmrecht. Ist hingegen die Gewährung des Vorzuges mit einem Nachteil verbunden, z. B. Verzicht auf das Stimmrecht, handelt es sich um **relative Vorzugsaktien** (vgl. Perridon und Steiner 2007, S. 360).

Die Unterscheidung von Vorzugsaktien ist der Abb. 2.3. zu entnehmen.

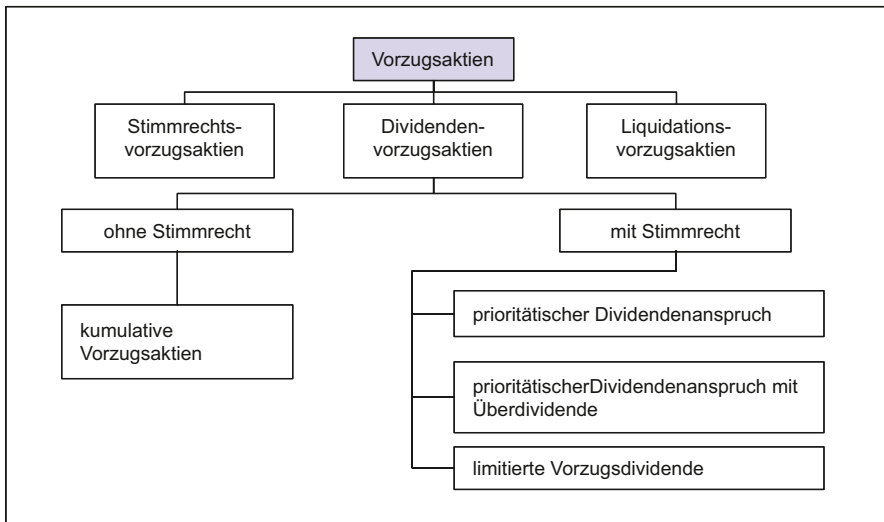


Abb. 2.3 Arten von Vorzugsaktien. (Quelle: In Anlehnung an Schäfer 2002, S. 163)

Bei der **stimmrechtslosen kumulativen Vorzugsaktie** verzichtet der Aktionär zugunsten eines Nachbezugsrechts von Dividende auf sein Stimmrecht. Auch in Verlustjahren erwirbt er einen Anspruch auf Vorzugsdividende, der in den darauf folgenden Gewinnjahren ausgeglichen werden muss. Wird die rückständige Dividende im darauf folgenden Geschäftsjahr von der Gesellschaft nicht gezahlt, lebt das Stimmrecht wieder auf (§ 140 AktG). Bis zur Zahlung aller rückständigen Dividenden bleibt das Stimmrecht bestehen. Stammaktionäre erhalten erst dann wieder Dividende, wenn die Ansprüche der Vorzugsdividendenaktionäre erfüllt worden sind. Bei diesem Aktientyp ist das Ertragsausfallrisiko für die Aktionäre weitgehend eingeschränkt, es besteht nur ein Zinsrisiko bzw. das Risiko, dass keine Gewinne mehr erwirtschaftet werden. Gesellschaften emittieren solche Aktiengattung immer dann, wenn die Eigenkapitalbasis bei gleichzeitigem Erhalt der Machtverhältnisse erhöht werden soll (vgl. Schäfer 2002, S. 162).

Bei **Vorzugsaktien mit prioritätschem Dividendenanspruch** werden bei der Gewinnverteilung zuerst die Vorzugsaktionäre und anschließend die Stammaktionäre bedient. Ein verbleibender Restbetrag wird gleichmäßig auf die Vorzugs- und Stammaktionäre verteilt (vgl. Busse 1996, S. 77).

Beispiel: Vorzugsaktie mit prioritätschem Dividendenanspruch

Eine Aktiengesellschaft hat 70.000 Stammaktien und 30.000 Vorzugsaktien im Nennwert von 5 EUR ausgelegt. Die Vorzugsaktionäre erhalten eine Vorabdividende in Höhe von 25 Cent je Aktie. Für die Stammaktionäre bedeutet dies, dass sie nur bei einem ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn von weniger als 25.000 EUR schlechter als die Vorzugsaktionäre gestellt sind. Der Gewinnanteil, der die ausge-

schüttete Vorabdividende und die Dividende auf die Stammaktien in gleicher Höhe übersteigt, wird gleichmäßig auf alle Aktien verteilt.

Auszuschüttender Bilanzgewinn	Aufteilung der Gewinne		Dividende je Aktiengattung	
	Vorzugsaktien (30 %)	Stammaktien (70 %)	Vorzugsaktie	Stammaktie
EUR	EUR	EUR	Cent/Stück	Cent/Stück
3.000	3.000	–	10	–
6.000	6.000	–	20	–
7.500	7.500	–	25	–
14.500	7.500	7.000	25	10
25.000	7.500	17.500	25	25
30.000	9.000	21.000	30	30
35.000	10.500	24.500	35	35
45.000	13.500	31.500	45	45

Aktionäre, die Vorzugsaktien mit **prioritätem Dividendenanspruch mit Überdividende** halten, bekommen, nachdem sie ihre Vorabdividende erhalten haben, aus dem dann noch zur Verfügung stehenden Gewinn einen Dividendenbetrag, der immer um einen bestimmten Betrag höher ist als der der Stammaktionäre.

Beispiel: Vorzugsaktie mit prioritätem Dividendenanspruch mit Überdividende

Eine Aktiengesellschaft hat 70.000 Stammaktien und 30.000 Vorzugsaktien im Nennwert von 5 EUR ausgelegt. Die Vorzugsaktionäre erhalten eine Vorabdividende in Höhe von 25 Cent je Aktie. Zusätzlich ist vereinbart, dass die Vorzugsaktionäre eine um 20 Cent höhere Dividende als die Stammaktionäre erhalten. Nach Befriedigung der Vorzugsaktionäre erhalten auch die Stammaktionäre Dividende. Ihr Gewinnanteil ist immer 20 Cent geringer als der der Vorzugsaktionäre.

Auszuschüttender Bilanzgewinn	Aufteilung der Gewinne		Dividende je Aktiengattung	
	Vorzugsaktien (30 %)	Stammaktien (70 %)	Vorzugsaktie	Stammaktie
EUR	EUR	EUR	Cent/Stück	Cent/Stück
3.000	3.000	–	10	–
6.000	6.000	–	20	–
7.500	7.500	–	25	–
11.000	7.500	3.500	25	5
16.000	9.000	7.000	30	10
26.000	12.000	14.000	40	20
36.000	15.000	21.000	50	30
46.000	18.000	28.000	60	40

Bei der **Vorzugsaktie mit limitierter Vorzugsdividende** werden zunächst die Vorzugsaktionäre bedient, allerdings wird die Vorzugsdividende auf einen Betrag begrenzt. Der dann noch ausstehende Restgewinn wird ausschließlich auf die Stammaktionäre verteilt. Bei sehr guten Unternehmensgewinnen kann sich diese Aktie schnell zu einer finanziellen Nachteilsaktie entwickeln.

Beispiel: Vorzugsaktie mit limitierter Vorzugsdividende

Eine Aktiengesellschaft hat 70.000 Stammaktien und 30.000 Vorzugsaktien im Nennwert von 5 EUR ausgelegt.

Auszuschüttender Bilanzgewinn	Aufteilung der Gewinne		Dividende je Aktiengattung	
	Vorzugsaktien (30 %)	Stammaktien (70 %)	Vorzugsaktie	Stammaktie
EUR	EUR	EUR	Cent/Stück	Cent/Stück
3.000	3.000	–	10	–
6.000	6.000	–	20	–
7.500	7.500	–	25	–
14.500	7.500	7.000	25	10
25.000	7.500	17.500	25	25
30.000	9.000	21.000	30	30
35.000	10.500	24.500	35	35
43.500	12.000	31.500	40	45
47.000	12.000	35.000	40	50
54.000	12.000	42.000	40	60

Die Vorzugsaktionäre erhalten eine Vorabdividende in Höhe von 25 Cent je Aktie, die auf einen Höchstbetrag von 40 Cent limitiert ist. Für die Stammaktionäre bedeutet dies, dass sie nur bei einem ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn von weniger als 25.000 EUR schlechter als die Vorzugsaktionäre und ab einem Betrag von mehr als 40.000 EUR besser als die Vorzugsaktionäre gestellt sind.

Stimmrechtsvorzugsaktien räumen dem Vorzugsaktionär ein mehrfaches Stimmrecht je Aktie ein. Die Ausgabe dieser Aktien ist allerdings in Deutschland nicht mehr zulässig. Zur Wahrung überwiegend gesamtwirtschaftlicher Belange darf von dieser Regelung abgewichen werden. Die heute noch im Umlauf befindlichen Stimmrechtsvorzugsaktien stammen aus der Zeit vor dem Inkrafttreten des Aktiengesetzes von 1937 (Siemens sechsfach, Goldschmidt AG zehnfach) (vgl. Däumler 2002, S. 347).

Liquidationsvorzugsaktien haben kaum eine praktische Bedeutung. Sie räumen ihren Aktionären bei der Verteilung des Liquidationserlöses ein Vorrecht ein. Herausgegeben wird diese Aktiengattung bei Unternehmenssanierungen, wenn nur einige Aktionäre bereit sind, die Gesellschaft durch weitere Finanzmittel zu unterstützen. Im Falle eines Scheiterns der Sanierung und der anschließenden Auflösung des Unternehmens können sie, bei genügend Vermögensmasse, einen Teil ihrer Zuzahlung wieder erstattet bekommen (vgl. u. a. Däumler 2002, S. 347 ff.; Perridon und Steiner 2007, S. 360 ff.; Olfert und Reichel 2005, S. 212 ff.).

Junge Aktien erhalten Aktionäre nach einer Erhöhung des Grundkapitals. Inhabern der **alten Aktien** steht ein Recht auf Bezug junger Aktien zu. Die Unterscheidung zwischen junger und alter Aktie ergibt sich aufgrund unterschiedlicher Dividendenansprüche. Eine getrennte Notierung der Aktien entfällt, sobald eine Gleichstellung beider Gattungen erfolgt ist.

Durch die Umwandlung von Rücklagen in Grundkapital (Passivtausch) erhalten Aktionäre **Gratis- bzw. Berichtigungsaktien**. Sie sind kein Geschenk für die Aktionäre, sondern es erfolgt lediglich eine Änderung im Grundkapital. Der quotale Eigenkapitalanteil wird dadurch nicht verändert. Das nominelle Gesamtkapital einer Aktiengesellschaft ändert sich nicht, lediglich das ausgewiesene Grundkapital.

Eigene Aktien dürfen nur in Ausnahmefällen durch die AG erworben werden, da dies ansonsten einer Rückzahlung von Gesellschaftskapital gleichkäme. Dies verstößt gegen das Prinzip des Gläubigerschutzes und ist deshalb gemäß § 71 AktG verboten. Ausnahmefälle für den Erwerb der eigenen Aktien liegen vor, wenn

- ein schwerer Schaden abgewendet werden kann,
- die eigenen Aktien als Belegschaftsaktien an die Arbeitnehmer weitergegeben werden,
- durch den Rückkauf der Aktien Aktionäre abzufinden sind, weil die AG einen Eingliederungs- und Beherrschungsvertrag geschlossen hat.

Gesellschaften dürfen eigene Aktien in den genannten Fällen maximal in Höhe von 10 % des Grundkapitals erwerben. Des Weiteren sind nach § 272 Abs. 4 HGB hierfür Rücklagen zu bilden.

Aktiengesellschaften dürfen mehr als 10 % ihrer eigenen Aktien am Sekundärmarkt aufkaufen, wenn

- die Gesellschaft die Aktien unentgeltlich erwirbt oder ein Kreditinstitut mit dem Erwerb eine Einkaufskommission ausübt (trifft für Banken in der Rechtsform der AG zu, die ihre Aktien aus Kapitalerhöhungen selbst an die Börse bringen, „Selbstemission“),
- der Erwerb durch die Gesamtrechtsnachfolge eintritt (durch die Fusion zweier Aktiengesellschaften entsteht eine neue AG),
- das Grundkapital herabgesetzt werden soll (z. B. im Falle einer Sanierung).

Vorratsaktien entstehen, wenn

- eine Kapitalerhöhung höher ist, als der tatsächliche Kapitalbedarf,
- eine treuhänderische Übernahme und ein entsprechender Einsatz nach Weisung der Gesellschaft vorliegt (vgl. Schäfer 2002, S. 161; Jahrmann 1999, S. 290; Däumler 1997, S. 349 f.).

Sie haben an Bedeutung verloren. Der Grund hierfür ist, dass Aktiengesellschaften genehmigtes Kapital schaffen können. Nach § 136 AktG darf das Stimmrecht nicht ausgeübt werden.

Die Beteiligung der Mitarbeiter am Unternehmensvermögen erfolgt immer häufiger. Ziel dieser Beteiligungen ist es, eine stärkere Identifikation, eine bessere Motivation und damit höhere Leistungen der Mitarbeiter zu erreichen und auf diese Weise den langfristigen Unternehmenserfolg zu sichern. Die an die Mitarbeiter herausgegebenen Aktien werden als **Belegschaftsaktien** bezeichnet.

2.1.2.2 Aktienemission

Der Verkauf von Wertpapieren (Aktien, Anleihen) kann auf sehr unterschiedliche Weise erfolgen (vgl. Abb. 2.4).

Bei der **Selbstemission** übernimmt die Unternehmung selbst die Unterbringung seiner Aktien. Wird der Verkauf der Aktien mit sämtlichen dazugehörigen Aufgaben von einer Bank oder von mehreren Banken (Konsortium) übernommen, handelt es sich um eine **Fremdemission**. Werden im Rahmen einer Fremdemission alle Aktien von der Bank oder dem Bankenkonsortium unter Zahlung eines Preises übernommen, spricht man von einer Übernahme, die Bank trägt das Übernahmerisiko. Bei einer kommissionsweisen Übernahme (Begebung) durch eine Bank oder mehrere Banken verbleibt das Risiko der nicht vollständigen Unterbringung des Wertpapiers bei dem emittierenden Unternehmen.

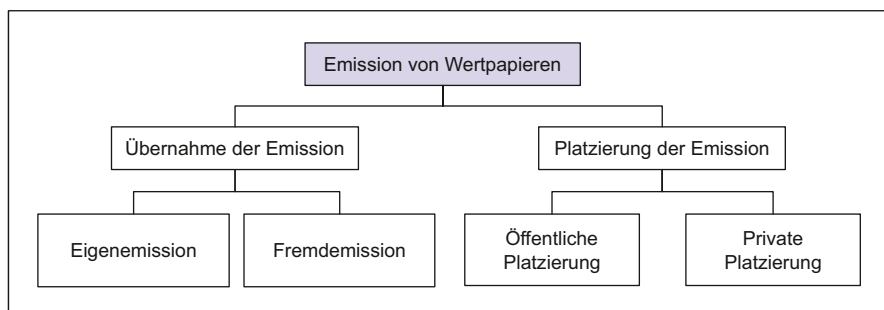


Abb. 2.4 Emission von Wertpapieren

Hinsichtlich der Platzierung von Aktien unterscheidet man die **Privatplatzierung** und die **öffentliche Platzierung** (vgl. Abb. 2.5). Bei einer Privatplatzierung wird das Wertpapier nur einem ausgewählten Investorenkreis angeboten, privat platzierte Wertpapiere werden im Allgemeinen nicht an der Börse gehandelt. Bei einer öffentlichen Platzierung können drei Verfahren genannt werden.

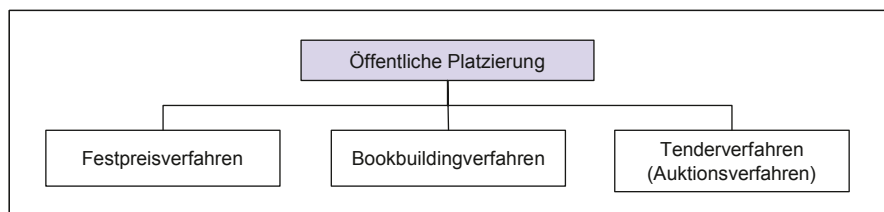


Abb. 2.5 Formen der öffentlichen Platzierung

Bei dem **Festpreisverfahren** handelt es sich um das klassische Verfahren der Emissionspreisfindung. Bank und emittierendes Unternehmen legen den Preis, zu dem die Aktie verkauft wird, von vornherein fest. Der Käufer teilt lediglich mit, wie viel Aktien er erwerben möchte.

Das **Bookbuilding**-Verfahren ist ein Bieterverfahren, bei dem die potenziellen Anleger innerhalb einer vom Emittenten vorgegebenen Preisspanne (*Bookbuildingspanne*) ihre Zeichnungsangebote für das auszugebende Wertpapier abgeben können. Neben der gewünschten Stückzahl ist der maximale Preis, der gezahlt werden soll, zu nennen. Die Interessen der Emittenten werden bei dieser mehrstufigen (s. u.) Platzierungstechnik gleichermaßen bei der Preisfindung berücksichtigt wie die der potenziellen Anleger. Die Zeichnungswünsche der Investoren werden vom Konsortialführer, der gleichzeitig Bookrunner ist, zentral in einem EDV-Buch erfasst. Auf dieser Grundlage erfolgt sowohl die Preisfestsetzung für das Wertpapier als auch die Zuteilung.

Die verschiedenen Phasen des Bookbuilding-Verfahrens sind wie folgt zu skizzieren (vgl. Bieg und Kussmaul 2000, S. 128 ff.):

- Wahl des **Konsortialführers** bzw. des Konsortiums,
- Pressekonferenzen, Unternehmenspräsentationen, Kontakte mit Investoren und Darstellung des Preisrahmens i. R. der **Pre-Marketing-Phase**,
- innerhalb der **Marketing-Phase** finden Road-Shows und die gezielte Ansprache institutioneller Anleger statt. Bekanntgabe des Preisrahmens, Sammlung der Angebote (=Ordertaking),
- das **Bookbuilding** i. e. S. umfasst neben der Analyse und der Auswertung der Angebote die Festlegung des Emissionspreises und die Zuteilung,
- die **Greenshoe-Phase** wird genutzt, um zur Marktpflege die Platzierungsreserve – ein zuvor festgelegter Prozentsatz des Emissionsvolumens – unterzubringen.

Das **Tenderverfahren** oder auch Auktionsverfahren kann als diejenige Methode angesehen werden, bei der den Marktgegebenheiten im Rahmen der Preisfindung am besten Rechnung getragen wird. In der Regel werden die Aktien dem Meistbietenden unter Beachtung eines Mindestpreises verkauft, dabei werden für gewöhnlich unrealistisch hohe Gebote ausgeschlossen. Die schriftlichen Angebote der Investoren müssen Menge und Preis umfassen. Die Zuteilung wird ausgehend vom Höchstgebot vorgenommen.

2.1.2.3 Aktienbewertung

Der Wert einer Aktie wird als Kurs dargestellt. Er findet seinen Ausdruck im:

- Börsenkurs,
- Ertragswertkurs (Discounted Cashflow-Modell),
- Bilanzkurs,
- Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).

Grundsätzlich wird der Wert einer Aktie als (Aktien-) Kurs bezeichnet. Der **Börsenkurs** ist der Preis einer Aktie, der sich an einem Handelstag durch Angebot und Nachfrage an der Wertpapierbörse ergibt.

Die Bildung von **Aktienkursen/Börsenkursen** hängt von vielen Einflussfaktoren ab (vgl. Jahrman 1999, S. 311). Diese können zu folgende Gruppen zusammengefasst werden:

- Unternehmensbedingte Faktoren: Gewinnsituation, Auftragslage, Innovationspotenzial, Management, Unternehmensalter etc.,
- aktienpolitische Faktoren: Dividendenhöhe, Kapitalerhöhungen, Gratisaktien,
- branchenbedingte Faktoren: Umsatz im In- und Ausland, Wachstumsprognosen, Innovationsgeschwindigkeit etc.,
- monetäre Faktoren: derzeitiges und künftiges Zinsniveau, Inlandsgeldmenge, Ausländerliquidität,
- wirtschaftspolitische Faktoren: Konjunkturverlauf, Steuerpolitik, Sozialpolitik, Gewerkschaften, Geldpolitik etc.,
- spekulative Faktoren: grundsätzliche Erwartungen oder Verhaltensweisen durch bestimmte Anlegergruppen, Börsenphantasien, Börsentipps durch bestimmte Gruppen.

Ausgehend von den dargestellten Einflussfaktoren wird in der Theorie versucht, für die Praxis künftige **Aktienkursentwicklungen** rechtzeitig zu prognostizieren. In der Finanzierungstheorie und Aktienanalyse hat sich ein einfacher pragmatischer Erklärungsansatz durchgesetzt. Bei diesem Modell, das unterstellt, dass ein Anleger Aktien zur langfristigen Kapitalanlage erwirbt, wird davon ausgegangen, dass Aktienkurse maßgeblich von den beiden folgenden Faktoren bestimmt werden:

- Dividendenzahlungen während der Halteperiode,
- Kursgewinn (Kursverlust) zum Verkaufszeitpunkt.

Grundlage zur Bestimmung eines Aktienkurses ist das **Discounted Cashflow-Modell**, das methodisch gesehen die Anwendung des Present Value-Konzepts auf die Aktienbewertung darstellt:

$$P_t = \frac{D_{t+1}}{(1+k)} + \frac{P_{t+1}}{(1+k)}$$

P_t = gegenwärtiger Aktienkurs

P_{t+1} = Aktienkurs in der (zukünftigen) Periode t+1

D_{t+1} = Dividende in der (zukünftigen) Periode t+1

k = Kalkulationszinsfuß/Kapitalkostensatz

Die Ermittlung des künftigen Aktienkurses erfolgt in den folgenden Schritten:

1. Schätzung des Aktienkurses der folgenden Periode:

$$P_{t+1} = \frac{D_{t+2}}{(1+k)} + \frac{P_{t+2}}{(1+k)}$$

2. Ermittlung des Aktienkurses für die Gesamtperiode:

$$P_{t+1} = \frac{D_{t+1}}{(1+k)} + \frac{D_{t+2}}{(1+k)^2} + \frac{P_{t+1}}{(1+k)^2}$$

Verallgemeinert lässt sich der Wert durch folgende Formel ermitteln:

$$P_{t+1} = \frac{D_{t+1}}{(1+k)} + \frac{D_{t+2}}{(1+k)^2} + \frac{D_{t+3}}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_{t+n+1}}{(1+k)^{n+1}} + \dots$$

Die Formel zeigt, dass der Wert einer Aktie dem Gegenwartswert aller zukünftigen Dividenden entspricht. Sie stellen den primären Bestimmungsfaktor eines börsenmäßig errechneten Aktienkurses dar. Dabei handelt es sich um einen Ertragswertkurs (vgl. u. a. Schäfer 2002, S. 170 ff.)

Der **Ertragswertkurs** ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl, die den inneren Wert einer Aktie aufgrund gegebener Ertragserwartungen anzeigt. Er wird ermittelt, indem die Summe der künftigen Gewinne (Nettoeinzahlungen) mit dem Kalkulationszinsfuß k des Anlegers diskontiert werden. Er hängt ab von der Länge des Planungszeitraumes, der Zahlungshöhe und -verteilung.

Wird unterstellt, dass die Dividenden in allen Perioden des unendlichen Planungszeitraums gleich hoch sind, vereinfacht sich die Berechnung. Der Ertragwert wird ermittelt, indem die nachhaltig erzielbaren Dividendenzahlungen durch k dividiert werden.

$$P_t = \frac{D}{k}$$

Neben den Aktienkursen, die an der Börse ermittelt werden, arbeitet die Praxis auch mit dem einfachen oder korrigierten **Bilanzkurs**. Der einfache Bilanzkurs ergibt sich aus dem Verhältnis des gesamten bilanzierten Eigenkapitals (gezeichnetes Kapital + Rücklagen + Gewinnvortrag – Verlustvortrag) zum gezeichneten Kapital.

Der Aussagewert der Kennzahl ist sehr eingeschränkt, lediglich durch den Vergleich mit dem Börsenkurs einer AG können Rückschlüsse auf die Höhe der stillen Reserven im Unternehmen bzw. dem Goodwill und damit mögliche Kursentwicklungen geschlossen werden.

$$\text{Einfacher Bilanzkurs} = \frac{\text{bilanziertes Eigenkapital}}{\text{gezeichnetes Kapital}}$$

Der **korrigierte Bilanzkurs** berücksichtigt die stillen Reserven. Ausgehend von der Ermittlung des einfachen Bilanzkurses werden zum bilanzierten Eigenkapital noch die stillen Reserven hinzugerechnet. Schwierig, insbesondere für externe Analysen-

ten, ist die Ermittlung der stillen Reserven. Sie können lediglich subjektiv geschätzt werden (vgl. Däumler 2002, S. 356 ff.; Schäfer 2002, S. 168 ff.).

$$\text{Korrigierter Bilanzkurs} = \frac{\text{bilanziertes Eigenkapital} + \text{stille Reserven}}{\text{gezeichnetes Kapital}}$$

Die ermittelten Bilanzkurse bieten nur eine grobe Orientierungshilfe. Sie sind ein vereinfachtes Verfahren zur Bestimmung des individuellen Anlegernutzens. Börsenkurse ergeben sich durch Angebot und Nachfrage. Sie werden durch die bereits dargestellten Faktoren beeinflusst.

Wie bereits erläutert, sind der Aktienkurs und die Dividende wichtige Größen bei der Ermittlung künftiger Aktienkursentwicklungen. Setzt man den Kurs zum Gewinn ins Verhältnis, so ergibt sich das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** einer Aktie. Im angloamerikanischen Raum entspricht dies der Price Earning Ratio (PER). Diese Kennzahl bringt zum Ausdruck, mit welchem Faktor des Jahresgewinns die Börse eine Aktie bewertet.

$$\text{KGV} = \frac{\text{Börsenkurs}}{\text{Gewinn pro Aktie}}$$

Die täglich schwankenden Aktienkurse führen bei konstantem Gewinn in einer Periode ständig zu neuen KGVs. Selbst bei gleichem Gewinn kann das KGV bei den verschiedenen an der Börse notierten Anteilsscheinen unterschiedlich sein. Ursache hierfür sind die Marktmechanismen an den Aktienbörsen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist die am häufigsten verwendete Bewertungskennzahl bei institutionellen und privaten Anlegern (vgl. Perridon und Steiner 2007, S. 214).

Aus dem KGV können Kauf- und Verkaufsempfehlungen abgeleitet werden (vgl. Jahrmann 1999, S. 342 ff.):

- **steigendes KGV im Zeitablauf**
Kaufempfehlung, da die Aktie entsprechend ihren Zukunftserwartungen noch unterbewertet ist,
- **niedriges KGV im Branchenvergleich**
Kaufempfehlung, da entweder der niedrige Kurs die ungünstige Geschäftsentwicklung der letzten Zeit bereits berücksichtigt hat oder keine Kaufempfehlung, da das Unternehmen nicht den Anschluss an die Branchenentwicklung findet,
- **sinkendes KGV im Zeitablauf**
Verkaufsempfehlung, da im Börsenkurs bereits die gute Entwicklung der letzten Zeit berücksichtigt ist und eher weniger gute Erwartungen überwiegen,
- **hohes KGV im Branchenvergleich**
Verkaufsempfehlung, da im Börsenkurs bereits die gute Geschäftsentwicklung der letzten Zeit eskomptiert ist oder
Halteempfehlung, da mit weiter guten Ergebnissen gerechnet wird.

2.1.2.4 Aktienanalyse

Aktien sind zum einen Anteils- oder Teilhaberpapiere, zum anderen stellen sie eine Vermögensanlage dar. Eine Entscheidung sowohl privater als auch institutioneller Anleger zum Kauf oder Verkauf von Aktien erfolgt weitgehend auf der Grundlage von Aktienanalysen.

Es werden drei Analysemethoden unterschieden (vgl. Bieg und Kussmaul 2000, S. 153 ff.; Steiner und Bruns 2002, S. 227 ff.), und zwar die Random-Walk-Hypothese, die Technische Analyse und die Fundamentalanalyse (vgl. Abb. 2.6).

Random-Walk-Hypothese

Ein informationseffizienter Kapitalmarkt ist der Ausgangspunkt der Aktienanalyse nach der Random-Walk-Hypothese. Informationseffizient ist ein Kapitalmarkt, wenn sich jederzeit alle verfügbaren Informationen in den Preisen widerspiegeln (vgl. Fama 1970, S. 383). Der Preis (= Kurs) einer Aktie ist nach Auffassung der Vertreter der Random-Walk-Hypothese das Ergebnis eines Zufallprozesses und resultiert aus der Schätzung der Marktteilnehmer über den inneren Wert des Wertpapiers. Aufgrund der unterschiedlichen Einschätzungen der Marktteilnehmer ergeben sich Schwankungen, die sich immer um diesen inneren Wert bewegen.

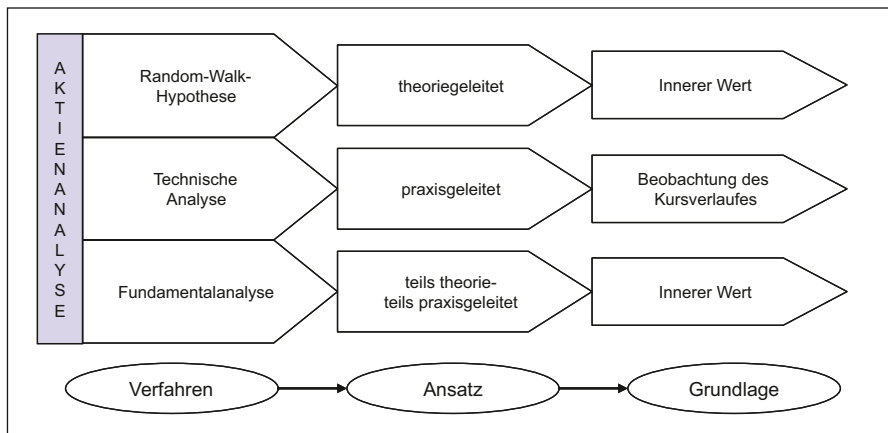


Abb. 2.6 Verfahren der Aktienanalyse

Ein informationseffizienter Kapitalmarkt gleicht diese differierenden Einschätzungen unverzüglich aus, so dass der Kurs der Aktie zukünftige Erwartungen ebenso wie Ereignisse der Vergangenheit reflektiert (vgl. Perridon und Steiner 2007, S. 197). Ausgehend von der Zufälligkeit ergibt sich nach der Random-Walk-Hypothese, dass die Kurse von Wertpapieren nicht vorhersehbar sind.

Der derzeitige Forschungsstand lässt keine Aussage zu, ob die Random-Walk-Hypothese zutreffend ist. Hinzu kommt, dass die verschiedenen Erscheinungsformen

– orthodoxe Form, Martingale-Modell, Submartingale-Modell – von unterschiedlichen Annahmen ausgehen.

Fundamentalanalyse

Der Fundamentalanalyse liegt die Annahme zu Grunde, dass der Kurs einer Aktie einer Unternehmung durch den inneren Wert (=intrinsic value) bestimmt wird. Grundlagen der Bestimmung dieses inneren Wertes sind unternehmensexterne Daten, die durch eine Umweltanalyse gewonnen werden, und schwerpunktmäßig unternehmensinterne Daten, die von einer Unternehmensanalyse ausgehen. Beide Analysebereiche umfassen qualitative wie quantitative Aspekte.

Ein einheitliches Vorgehen zur Ermittlung des inneren Wertes im Rahmen der Fundamentalanalyse ist derzeit nicht erkennbar. Die Methode der ‚present-value-theory‘ kann jedoch als vorherrschend angesehen werden. Sie bedient sich zur Ermittlung des inneren Wertes einer Aktie des Barwertkonzeptes: Zukünftig zu erwartende Rückflüsse (z. B. Dividenden, Cashflows) werden diskontiert.

Die den inneren Wert von Aktien beeinflussenden Faktoren lassen sich drei Analysebereichen zuordnen (vgl. Abb. 2.7).

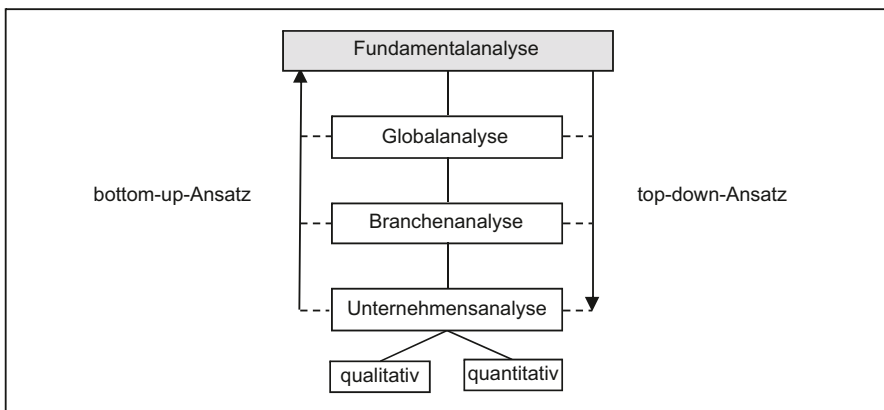


Abb. 2.7 Einflussfaktoren der Fundamentalanalyse

Der **Globalanalyse** kommt die Aufgabe zu, Konjunktur, Währungen, Preise, Zinsen sowohl international als auch national zu betrachten. Dies ist notwendig, weil die Entwicklung eines einzelnen Aktienwertes nicht abgekoppelt vom Gesamtrend des Aktienmarktes gesehen werden kann. Die **Branchenanalyse** hat Erkenntnisse darüber zu gewinnen, welche Branchen sowohl national wie international optimale Entwicklungsmöglichkeiten für die Zukunft anzeigen. Neben einer Einschätzung der gegenwärtigen und der zukünftigen Branchensituation ist u. a. zu prüfen, ob und ggf. welche Marktbarrieren bestehen und ob steuerliche oder sonstige allgemeine gesetzgeberische Einflussnahmen vorhanden bzw. zu erwarten sind.

Die **Unternehmensanalyse** stellt den dritten Teilbereich der Fundamentalanalyse dar. Diese Analyse dient neben dem Erkennen der Stärken und Schwächen vor allem dem Erkennen strategischer Erfolgspotenziale einer Unternehmung, die erforderlich sind, um in einem sich ständig verändernden Umfeld nachhaltig Gewinne bzw. Cashflows zu erwirtschaften. Die Abschätzung strategischer Erfolgspotenziale, das sind die Speicher spezifischer Stärken, erfolgt auf der Grundlage quantitativer und qualitativer Informationen.

Bei den Verfahren der Fundamentalanalyse kann zwischen dynamisch-orientierten und statisch-orientierten Verfahren (vgl. Bieg und Kussmaul 2000, S. 180 ff.) unterschieden werden (vgl. Abb. 2.8).

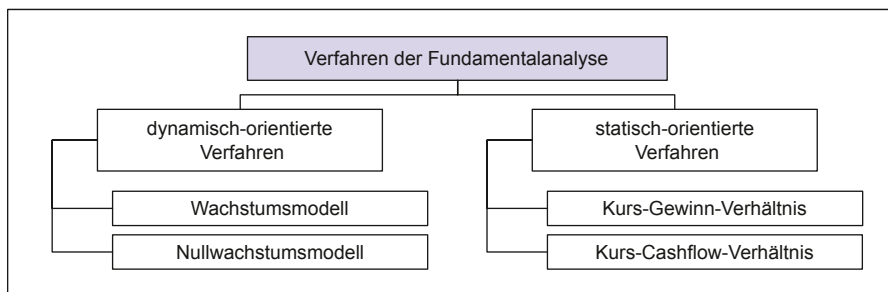


Abb. 2.8 Verfahren der Fundamentalanalyse

Bei den Varianten Wachstumsmodell und Nullwachstumsmodell handelt es sich um barwerttheoretische Ansätze. Bezüglich der statisch-orientierten Verfahren wird auf die Ausführungen in Kap. 2.1.2.3 verwiesen.

Technische Analyse

Das sich alle den Kurs eines Wertpapiers bestimmenden Faktoren in seinem Kurs niederschlagen, ist die Grundüberlegung der Vertreter der Technischen Analyse. Mit dieser These kommt zum Ausdruck, dass sich Kurse nicht nur aus Angebot und Nachfrage bilden, sondern dass Kurse auch das Unternehmensgeschehen und das dazugehörige Umfeld berücksichtigen, und darüber hinaus, dass die Kursbildung nicht nur rationalen, sondern auch irrationalen Einflüssen unterliegt.

Die Technische Analyse konzentriert sich ausschließlich auf den Kursverlauf. Als Hilfsmittel (vgl. Perridon und Steiner 2007, S. 221 ff.) werden Kursdiagramme, sog. Charts, herangezogen. Derartige grafische Auswertungen bilden den Verlauf von Kursen über einen bestimmten Zeitraum der Vergangenheit ab. Liniencharts, Balkencharts, Point & Figure-Charts und Candlestick-Charts sind Formen von Chartdarstellungen (vgl. Abb. 2.9).

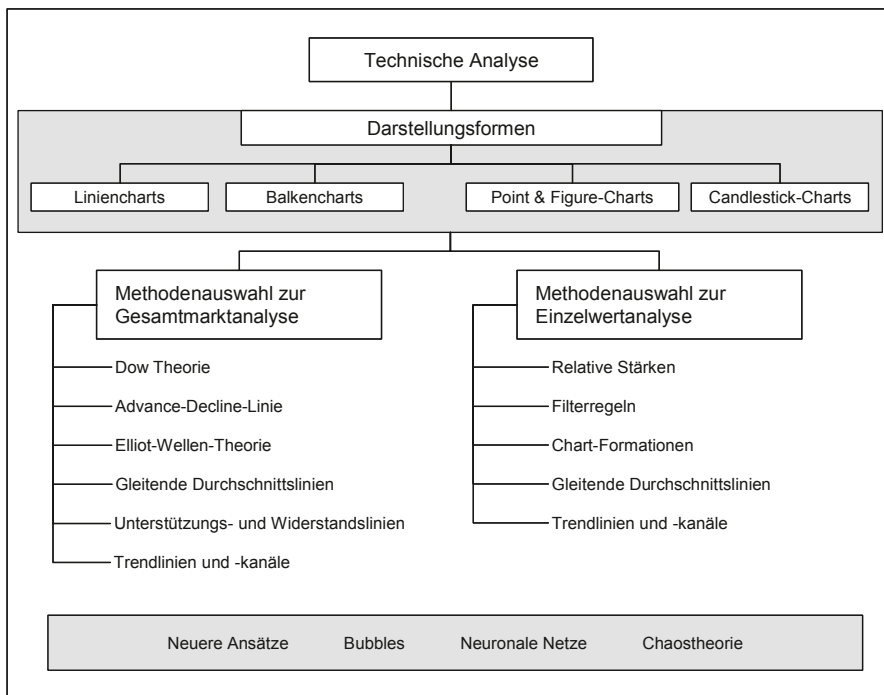


Abb. 2.9 Methoden und Darstellungsformen der Technischen Analyse

Point & Figure-Charts sind die ältesten Formen der Chartdarstellung. Sie sind vor allem in den USA weniger dagegen in Europa verbreitet. Unter Verzicht auf den Zeitaspekt werden lediglich wesentliche Kursveränderungen abgebildet. Bei Liniencharts werden die Schlusskurse der aufeinander folgenden Börsentage mit einer Linie verbunden. Bei Balkencharts werden zusätzlich zum börsentäglichen Schlusskurs auch die täglichen Höchst- und Tiefstkurse des jeweiligen Wertpapiers durch einen vertikalen Balken wiedergegeben. Der Schlusskurs wird durch einen horizontalen Strich rechts des Balkens markiert. Bei den Candlestick-Charts handelt es sich um eine den Balkencharts vergleichbare Darstellungsform. Ähnelt einer Kerze ergibt die Differenz von Schlusskurs und Eröffnungskurs die Höhe der Kerze. Bei positiver Differenz wird die Kerze weiß, bei negativer Differenz schwarz markiert (vgl. Steiner und Bruns 2007, S. 363). Die Verfahren der technischen Analyse lassen sich gruppieren in Verfahren zur *Analyse des Gesamtmarktes* und Verfahren zur *Analyse von Einzelwerten*. Aussagen über künftige Börsentendenzen werden von Gesamtmarktanalysen abgeleitet.

Die Dow-Theorie

Die Dow-Theorie – eine Chart-Analyse – geht zurück auf Charles H. Dow. Er entwickelte zusammen mit E.C. Jones den Dow-Jones-Index, der aus drei Teilindices,

und zwar dem Industrie-, dem Transport- und dem Versorgungsindex besteht (siehe hierzu und im Folgenden Steiner und Bruns 2002, S. 277 f.). Die Dow-Theorie geht davon aus, dass anhand dieser das Marktgeschehen verdichtender Indizes eine Aussage über die **Gesamtmarktentwicklung** möglich ist. Von den wiederkehrenden Kursbewegungen, die in Primär-, Sekundär- und Tertiärtrends untergliedert werden, liefern Primärtrends und Sekundärtrends Informationen, ob das betreffende Wertpapier die bisherige Richtung beibehält oder ob eine Änderung der Richtung des Trends zu erwarten ist. Derartige Trendänderungen, auch Trendumkehrungen genannt, können die Grundlage für entsprechende Handlungsempfehlungen sein (vgl. Abb. 2.10).

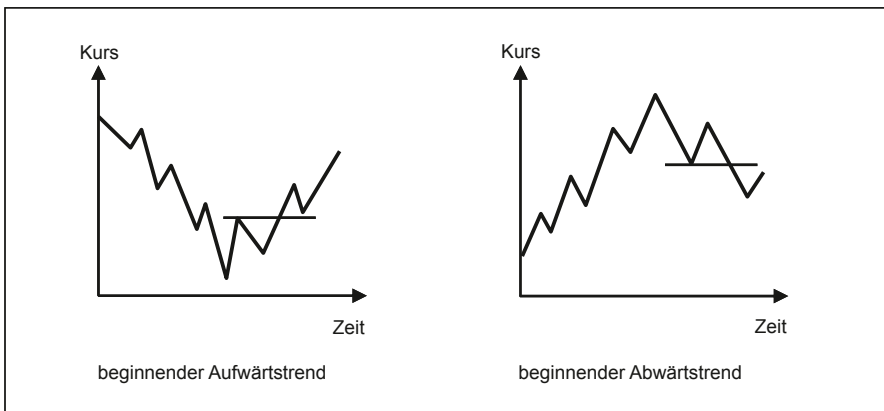


Abb. 2.10 Trendänderungen

In der Abb. 2.10 sind scheinbar zufällig Zacken erkennbar. Es handelt sich jedoch um kurzfristige Kursschwankungen, auch als *Primärtrend* bezeichnet. Ein Primärtrend ist entweder ein Aufwärtstrend oder ein Abwärtstrend. Ein Aufwärtstrend liegt vor, wenn jeder Hochstand eines Kurses über dem vorhergehenden Höchststand liegt. Ein Abwärtstrend liegt demzufolge vor, wenn jeder Tiefpunkt eines Kurses den vorhergehenden Tiefpunkt unterschreitet.

Gleitende Durchschnitte

Um die nicht aussagekräftigen Tagesschwankungen von Kursen einzelner Aktien oder von Indizes auszuschalten, bietet sich das Analyseinstrument der Methode der gleitenden Durchschnitte an (vgl. Abb. 2.11).

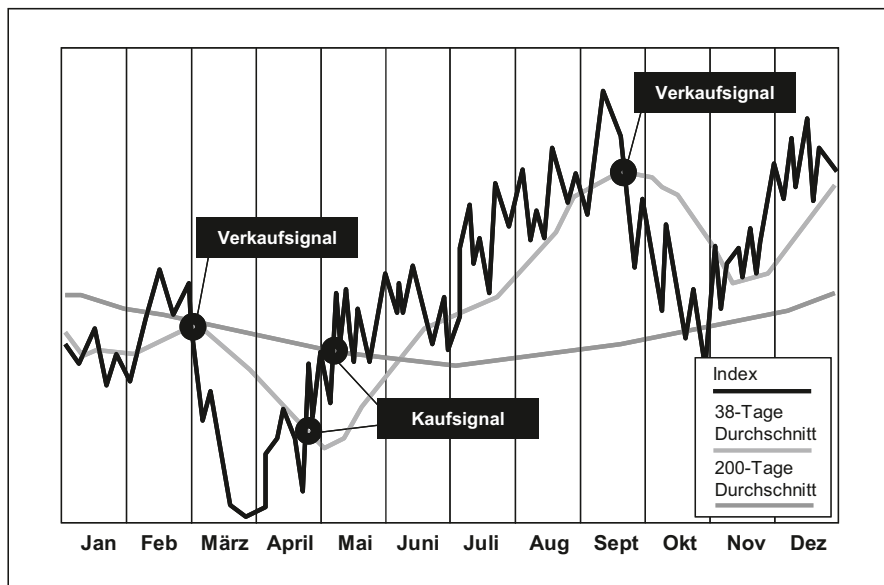


Abb. 2.11 Gleitende Durchschnitte und Aktienindex. (Quelle: Vgl. Deutsches Aktieninstitut 2004, S. 47)

Zu erkennen sind eine Index-Kurve, beispielsweise ein Aktienindex, und die Kurve der gleitenden Durchschnitte, in diesem Beispiel ein 200-Tage-Durchschnitt. Verglichen werden beide Kursverläufe. Schneidet die Kurslinie die Linie der gleitenden Durchschnitte von unten nach oben (= 1. Fall), bedeutet dieser Sachverhalt eine Kaufempfehlung, sinkt der Kurs unter die Durchschnittslinie (= 2. Fall), wird dies als Verkaufsempfehlung verstanden.

Wie viel Börsentage in eine Durchschnittsbildung eingebunden werden, ist nicht normiert. Kurzfristcharts wählen eine 38-Tage-Linie. Langfristcharts beispielsweise eine 200-Tage-Linie. Die gleitenden Durchschnitte sind das arithmetische Mittel aus einer bestimmten Menge von Kursen der Vergangenheit, die für jeden Börsentag der gewählten Zeitreihe gebildet werden. Am folgenden Börsentag entfällt der älteste Kurs, der aktuelle Kurs wird hinzugefügt. Anschließend erfolgt der Vergleich der Kurve der gleitenden Durchschnitte mit der Kurve des Index-Kursverlaufes.

Advance-Decline-Linie

Die Advance-Decline-Linie (ADL) dient der Ergänzung der Verkaufsbeobachtung. Bei diesem Verfahren werden je Börsentag die Anzahl der Aktien mit gestiegenem Kurs sowie die Anzahl der Aktien mit gesunkenem Kurs festgestellt. Aus der Differenz der beiden Zahlen wird eine Zeitreihe gebildet, der börsentäglich aktuelle Wert wird dem Wert des Vortages zugeschlagen (vgl. Deutsches Aktieninstitut 2004, S. 45). Überwiegt die Zahl der gefallen Kurse, ist die Differenz vom Vor-

tragswert zu subtrahieren. Die sich bildende Kurve bezeichnet man als Advance-Dcline-Linie. Eine sinkende ADL signalisiert, dass die Anzahl derjenigen Aktien mit Kursgewinnen abnimmt, eine steigende ADL zeigt an, dass die Anzahl derjenigen Titel, die einen steigenden Kursverlauf haben, zunehmen.

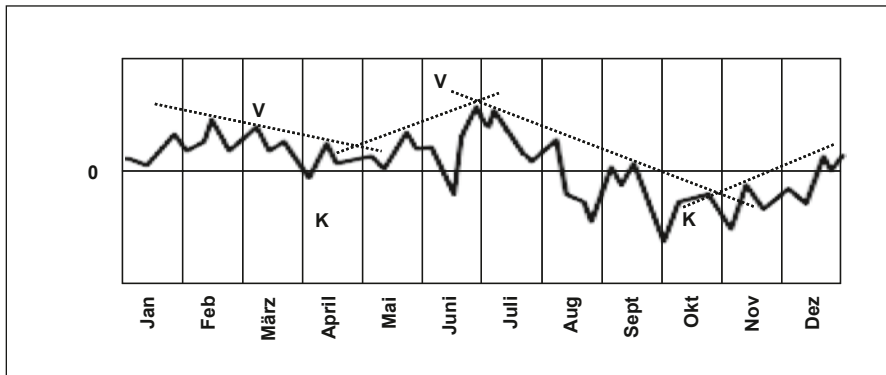


Abb. 2.12 Gleitende Durchschnitte und Aktienindex. (Quelle: Vgl. Deutsches Aktieninstitut 2004, S. 47)

Bewegt sich die Advance-Dcline-Linie parallel (vgl. Abb. 2.12) zum Index, wird dieser Sachverhalt als Bestätigung des Aufwärtstrends oder des Abwärtstrends interpretiert. Steigt der Index, während die Advance-Dcline-Linie bereits fällt, verliert der Kursaufschwung an Kraft. Im Allgemeinen gilt die Empfehlung, sich nach der Advance-Dcline-Linie zu richten, wenn die Richtung der Advance-Dcline-Linie nicht mit der Indexbewegung übereinstimmt.

Chart-Formationen

Während die Gesamtmarktanalyse Aussagen über zukünftige Börsentrends geben will, wird versucht, mit Hilfe der Einzelwertanalyse Aussagen über die Kursverläufe einzelner Aktien zu treffen. Zu den gebräuchlichsten, sicherlich auch umstrittensten Methoden im Rahmen der Einzelwertanalyse gehören die Chart-Formationen. Zur Interpretation dieser Kursbilder werden geometrische Figuren, wie z. B. Dreiecke oder andere grafische Figuren wie z. B. Wimpel oder Keile, herangezogen (vgl. Abb. 2.13).

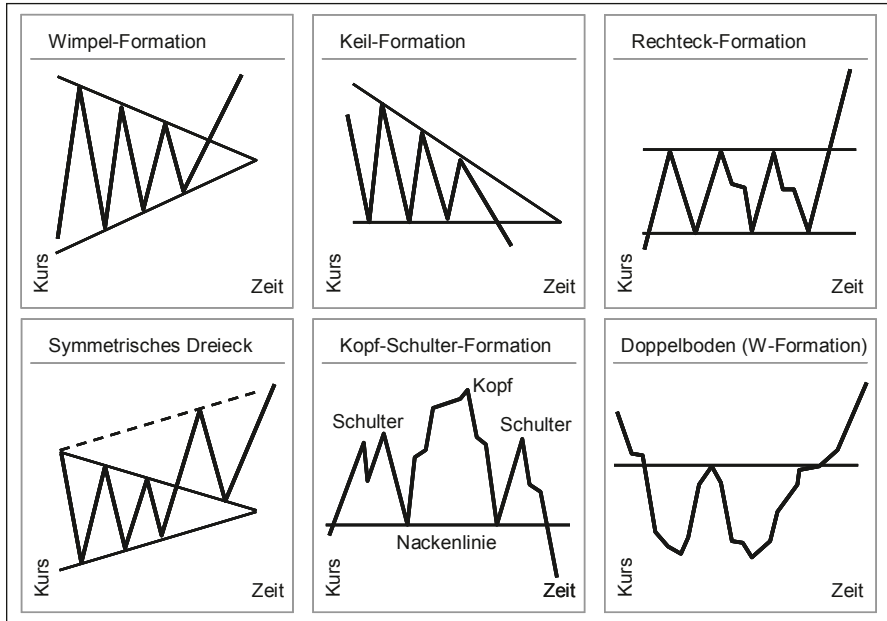


Abb. 2.13 Chart-Formationen. (Quelle: Vgl. Deutsches Aktieninstitut 2004, S. 50 und 51)

Diese Formationen unterscheidet man dahingehend, ob sie den bisherigen Trend bestätigen oder ob eine Änderung des bisher vorherrschenden Trends (=Trendumkehr) zu verzeichnen ist.

Die Wimpel-Formation gehört zu den trendbestätigenden Formationen. Diese bildet sich meistens nach einem starken Kursanstieg oder aber Kursrückgang bei gleichzeitig hohen Umsätzen. Rechtecke und Dreiecke (vgl. hierzu und im Folgenden Deutsches Aktieninstitut 2004, S. 50 f.) können sowohl einen Trend bestätigen als auch eine Trendumkehr anzeigen. Bei einem Rechteck stellt die untere Begrenzung eine Unterstützungslinie, die obere eine Widerstandslinie dar. Erst nach Ausbruch nach oben oder nach unten lässt sich sagen, ob es sich um eine Trendumkehr oder eine Trendbestätigung handelte. Eine eindeutige Trendumkehrformation stellt die Kopf-Schulter-Formation dar, die sich am Ende einer Baisse oder einer Hausse einstellen kann. Varianten davon sind die M-Formation und die W-Formation, bei denen sich ein Doppelboden oder eine Doppelspitze ausbilden. Die Kopf-Schulter-Formation ist verhältnismäßig leicht zu erkennen, charakteristisch ist, dass die Umsätze während der Ausbildung der ersten Schulter einen Höhepunkt erreichen und bei der Ausbildung des Kopfes sowie der zweiten Schulter jeweils zurückgehen.

2.1.2.5 Kapitalerhöhung bei der Aktiengesellschaft

Basis langfristig erfolgreicher und sicherer Geschäftspolitik ist u. a. eine solide und ausreichende Eigenkapitalbasis. Sie ist notwendig für Innovationen, Expansionen und Absicherung in Krisenzeiten. Aktiengesellschaften können nach dem Aktien-

recht ihr Eigenkapital durch verschiedene Formen der Eigenkapitalerhöhung aufstocken. Zu unterscheiden sind dabei:

- Die **ordentliche Kapitalerhöhung**, sie stellt den Normalfall dar und erfolgt durch Ausgabe und Verkauf junger Aktien (§§ 182–191 AktG),
- die **bedingte Kapitalerhöhung**, sie darf nur bei Eintritt bestimmter Situationen durchgeführt werden (§§ 192–201 AktG),
- die **genehmigte Kapitalerhöhung**, bei der die Hauptversammlung den Vorstand zu einem von ihm als günstig gewählten Zeitpunkt ermächtigt, junge Aktien auszugeben (§§ 202–206 AktG),
- die **Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln** mit einer Umwandlung von Rücklagen in gezeichnetes Kapital (§§ 207–220 AktG).

Grundsätzlich werden Kapitalerhöhungen durchgeführt, wenn

- Unternehmenskapazitäten erheblich erweitert werden sollen,
- Beteiligungen an anderen Unternehmen anstehen,
- größere Umstellungen im Produktionsprogramm anstehen,
- Fremdkapital durch Eigenkapital ersetzt werden soll,
- die Kapitalstruktur verbessert werden soll.

Eine erfolgreiche Durchführung der Kapitalerhöhung hängt von einer guten Vorplanung ab. Dabei sind folgende Überlegungen von besonderer Bedeutung:

- die Wahl des Ausgabezeitpunktes (Situation der Kapitalmarktverfassung, Platzierungs-/Aufnahmemöglichkeit, Stimmung etc.),
- die Ermittlung des notwendigen Kapitalbetrages (langfristige Kapitalbestimmung),
- die Festlegung des Ausgabe- und Bezugskurses (entscheidend für die Attraktivität der emittierten Aktien).

Ordentliche Kapitalerhöhung

Die ordentliche Kapitalerhöhung bedarf, wie auch die anderen Formen der Kapitalerhöhung, der Zustimmung von 75 % des in der Hauptversammlung anwesenden Aktienkapitals. Wird das Aktienkapital aus mehreren Aktienarten z. B. Vorzugsaktien gebildet, so muss für jede Aktienart eine 75 %-Mehrheit vorliegen (§ 182 Abs. 2 AktG).

Grundsätzlich steht den Altaktionären ein Bezugsrecht auf junge Aktien zu (§ 186 Abs. 1 AktG). Das Bezugsrecht auf junge Aktien richtet sich nach dem bisherigen Grundkapital. Altaktionäre sollen hierdurch die Möglichkeit erhalten, nach der Eigenkapitalerhöhung die gleiche Eigenkapitalquote zu halten wie vor der Eigenkapitalerhöhung. Nutzen sie ihr Bezugsrecht auf junge Aktien nicht aus, so stellt das

Bezugsrecht einen Wertausgleich für den inneren Wertverlust der alten Aktien dar (neue Aktionäre partizipieren an den stillen Reserven). Des Weiteren wird ihnen dadurch die Möglichkeit eingeräumt, ihren Stimmrechtsanteil und damit ihre Einflussnahme auf das Unternehmensgeschehen gleich zu halten. Das Bezugsrecht ist kein Geschenk, sondern eine erworbene Vermögensentschädigung.

Das Bezugsrecht sichert den bisherigen Aktionären den Erwerb junger Aktien zu. Würden alle Altaktionäre von ihrem Bezugsrecht Gebrauch machen, änderten sich in der Gesellschaft weder Stimm- noch Vermögensrechte. Die Hauptversammlung kann mit einer 75 %-Mehrheit das Bezugsrecht ausschließen. Dabei muss die Hauptversammlung ihre Entscheidung über den Bezugsrechtsausschluss der Altaktionäre zusammen mit dem Beschluss für die Erhöhung des Grundkapitals fällen. Unterschieden wird zwischen dem **materiellen und formellen Bezugsrechtsausschluss**.

Der **formelle Bezugsrechtsausschluss** wird i. d. R. in der Praxis dann angewandt, wenn die Emission erleichtert werden soll. Die Emission wird en bloc an ein Bankenkonsortium gegeben, das sich verpflichtet, die neuen Aktien im beschlossenen Verhältnis den bisherigen Aktionären innerhalb einer bestimmten Frist (i. d. R. 2 Wochen) anzubieten. Mit der Übergabe an das Bankenkonsortium ist die Kapitalerhöhung abgeschlossen. Aktionäre, die effektive Stücke halten und innerhalb der Frist nicht von ihrem Bezugsrecht Gebrauch machen, verlieren dieses automatisch an das Konsortium. Der Sinn des formellen Bezugsrechtsausschlusses ist, die gesamte mit der Fusion zusammenhängende Verwaltungsarbeit vom Konsortium erledigen zu lassen.

Bei einem materiellen Bezugsrechtsausschluss werden den Altaktionären keine jungen Aktien angeboten. Die Ausgabe von Belegschaftsaktien und möglicherweise von Options- und Wandelanleihen kann zu einem **materiellen Bezugsrechtsausschluss** führen (vgl. Perridon und Steiner 2007, S. 363; Jahrmann 1999, S. 293).

Die Ausübung des Bezugsrechts muss gemäß § 186 Abs. 1 AktG mindestens 2 Wochen betragen. Die Bezugsrechte werden in dieser Zeit eigenständig gehandelt, die Altaktien erhalten im Handel einen Abschlag „ex B“. Bezugsrechte sind selbständig veräußerbar. Der erzielte Preis stellt dann einen Wertausgleich dar.

Der rechnerische Wert des Bezugsrechts entspricht der Differenz zwischen dem Kurs der alten Aktie und dem neuen Mittelkurs. Er wird bestimmt vom Bezugsverhältnis, dem Bezugskurs der jungen Aktien und dem Börsenkurs der alten Aktien. Er wird wie folgt ermittelt:

$$B = \frac{\text{Kurs der alten Aktie} - \text{Kurs der neuen Aktie}}{\text{Bezugsverhältnis} + 1} \quad B = \frac{K_a - K_n}{\frac{a}{n} + 1}$$

B = rechnerischer Wert des Bezugsrechtes (EUR/Aktie)

K_a = Kurs der alten Aktien (EUR/Aktie)

K_n = Kurs der neuen Aktien

a = Zahl der alten Aktien

n = Zahl der jungen/neuen Aktien

$a:n$ = Bezugsverhältnis

Junge Aktien sind im laufenden Geschäftsjahr häufig noch nicht oder noch nicht voll dividendenberechtigt. Der Dividendennachteil kann als Abzug vom Kurs der alten Aktien oder als Erhöhung des Bezugsurses der jungen Aktien berücksichtigt werden. Rechnerisch wird er wie folgt ermittelt:

$$B = \frac{K_a - (K_n + dn)}{\frac{a}{n} + 1}$$

Beispiel: Eigenkapitalerhöhung bei einer AG

Eine Aktiengesellschaft erhöht ihr Grundkapital um 2 Mio. EUR. Das bisherige Grundkapital betrug 4 Mio. EUR, der Nennwert je Altaktie 1 EUR. Emittiert werden ebenfalls Aktien mit einem Nennwert von 1 EUR. Der Börsenkurs der alten Aktie beträgt 80 EUR, der Emissionskurs der jungen Aktie beläuft sich auf 71 EUR. Das Bezugsverhältnis lautet 2: 1. Der rechnerische Wert des Bezugsrechts ermittelt sich wie folgt:

$$\frac{80 - 71}{\frac{2}{1} + 1} = 3 \text{ EUR/Aktie}$$

Die Vermögenslage eines Aktionärs, der zwei alte Aktien hält und sein Bezugsrecht auf junge Aktien ausübt, stellt sich wie folgt dar:

Kurs der alten Aktie $= 2 \times 80 \text{ EUR} = 160 \text{ EUR}$

Kauf der jungen Aktie $= 1 \times 71 \text{ EUR} = 71 \text{ EUR}$

Gesamtvermögen in Aktien = 231 EUR: 3 Aktien = 77 EUR/Aktie.

Der Wert je Aktie ergibt sich auch dann, wenn ein neuer Aktionär 2 Bezugsrechte zum rechnerischen Wert ($2 \times 3 \text{ EUR} = 6 \text{ EUR}$) und eine Aktie zum Emissionskurs in Höhe von 71 EUR erwerben würde.

Der rechnerische Wert des Bezugsrechtes ist eine Orientierungsgröße. Er muss nicht mit dem tatsächlichen Wertverlust der alten Aktien übereinstimmen. Der tatsächliche Wert für das Bezugsrecht ergibt sich durch Angebot und Nachfrage im Börsenhandel.

Genehmigte Kapitalerhöhung

Bei der genehmigten Kapitalerhöhung (§§ 202–206 AktG) wird der Vorstand durch die Hauptversammlung ermächtigt, in Absprache mit dem Aufsichtsrat, das Grundkapital um einen bestimmten Nennbetrag (genehmigtes Kapital) durch Ausgabe neuer Aktien zu erhöhen. Die Eigenkapitalerhöhung ist auf einen Zeitraum von maximal fünf Jahren begrenzt. Sie darf die Hälfte des gezeichneten Kapitals nicht übersteigen.

Vorteile:

- Betriebsnotwendiges Eigenkapital wird erst dann beschafft, wenn es benötigt wird,

- durch die freie Wahl des Zeitpunktes kann der Vorstand günstige Kapitalmarktsituationen ausnutzen (Hausse) und ungünstige Zeitpunkte (Baisse) vermeiden,
- die Kapitalerhöhung führt zu einer hohen Dispositionsfreiheit des Vorstandes, da keine aufwendigen Formalien, wie bei der ordentlichen Kapitalerhöhung, durchgeführt werden müssen.

Bedingte Kapitalerhöhung

Bei der bedingten Kapitalerhöhung (§§ 192–201 AktG) hängt die tatsächliche Erhöhung des Aktienkapitals von der Ausübung der Bezugs- und Umtauschrechte ab. Die Hauptversammlung muss den Zweck, die Bezugsberechtigten und den Ausgabebetrag festlegen. Der gesamte Emissionsbetrag darf die Hälfte des bisherigen Nennbetrages nicht übersteigen.

Die bedingte Kapitalerhöhung darf nur in den folgenden Fällen durchgeführt werden:

- Zum Zweck der Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten an Inhaber von Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen,
- zur Vorbereitung von Fusionen (Gewährung von Umtausch bzw. Bezugsrechten),
- zur Ausgabe von Belegschaftsaktien gegen Einlage von Geldforderungen, die den Mitarbeitern aus einer ihnen von der Gesellschaft eingeräumten Gewinnbeteiligung zustehen.

Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

Bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207–220 AktG) werden freie Rücklagen, die durch einbehaltene Gewinne entstanden sind, in Grundkapital umgewandelt. Die Summe des gesamten Eigenkapitals auf der Passivseite der Bilanz ändert sich nicht. Es erfolgt lediglich ein Passivtausch (Rücklagen gegen Grundkapital). Finanzsystematisch gehört diese Finanzierung zur Innenfinanzierung. Durch diese Form der Grundkapitalerhöhung ändert sich die Relation von stimmberechtigtem und dividendenberechtigtem Grundkapital.

Für die Durchführung ist die Zustimmung von 3/4 des vertretenden Grundkapitals in der Hauptversammlung notwendig. Die Zusatzaktien stehen den bisherigen Aktionären zur Verfügung. Sie haben ein entsprechendes Bezugsrecht (§ 212 AktG).

Auch bei der Ausgabe von Berichtigungsaktien kann der rechnerische Wert des Bezugsrechts ermittelt werden. Dabei ist, in Anlehnung an die bisherigen Ausführungen zur Bezugsrechtsermittlung, für den Ausgabekurs der jungen Aktien „ $K_n = 0$ “ anzusetzen.

Gründe für die Ausgabe von Berichtigungsaktien/Gratisaktien:

- Kursniveaukorrektur (durch die Ausgabe zusätzlicher Aktien wird der Börsenkurs je Aktie und damit der Anschaffungspreis niedriger. Die Aktie wird für Kleinaktionäre attraktiver),

- Dividendenverbesserung (die Gesamtsumme der Dividenden erhöht sich bei gleichbleibender Ausschüttungsquote),
- Erhöhung des Haftungskapitals (gezeichnetes Kapital),
- Vorbereitung einer Fusion (eine Reduzierung des Aktienkurses auf ein Niveau, das ein geeignetes Umtauschverhältnis ergibt, kann psychologisch wichtig sein),
- bargeldlose Gewinnausschüttung (durch den Verkauf der Aktien kann ein Aktionär sich Liquidität verschaffen),
- Vorbereitung einer Kapitalerhöhung (durch einen niedrigeren Kurs lässt sich die Kapitalerhöhung leichter durchführen).

Beispiel: Börsenkursbildung nach Ausgabe von Gratisaktien

Die EMMO-Software AG erhöht ihr Grundkapital im Wege einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln um 20 Mio. EUR auf 100 Mio. EUR zu Lasten der Gewinnrücklagen. Das Bezugsverhältnis beträgt 4:1.

$$\text{Rechnerischer Kurs (Bilanzkurs)} = \frac{\text{bilanziertes Eigenkapital} \times 100}{\text{gezeichnetes Kapital}}$$

Aktiva	Bilanz vor der Kapitalerhöhung in Mio. EUR		Passiva
Vermögen	200	Gezeichnetes Kapital	80
		Gewinnrücklagen	100
		Verbindlichkeiten	20
	200		200

Rechnerischer Bilanzkurs vor der Kapitalerhöhung: 225 %

Aktiva	Bilanz nach der Kapitalerhöhung in Mio. EUR		Passiva
Vermögen	200	Gezeichnetes Kapital	100
		Gewinnrücklagen	80
		Verbindlichkeiten	20
	200		200

Rechnerischer Bilanzkurs nach der Kapitalerhöhung (Bilanzkurs): 180 %

Ein Aktionär, der vor der Kapitalerhöhung vier Aktien bei einem Kurs von 225 % besitzt, hält ein Vermögen von 90 EUR. Die fünf Aktien nach der Kapitalerhöhung (vier alte Aktien + eine Berichtigungsaktie) stellen bei einem Kurs von 180 % ebenfalls ein Vermögen von 90 EUR dar.

Weder das konkrete Eigenkapital auf der Aktivseite noch das abstrakte Kapital auf der Passivseite der Bilanz ändern sich. Die Gesellschaft erhält kein neues

Beteiligungskapital, auf der Passivseite der Bilanz ergibt sich lediglich eine andere Darstellung der Eigenkapitalpositionen (vgl. hierzu Eilenberger 1997, S. 261 ff.; Busse 1996, S. 89 ff.; Olfert und Reichel 2005, S. 244 ff.; Däumler 2002, S. 377 ff.).

2.1.3 Die kleine Aktiengesellschaft

Das deutsche Kapitalgesellschaftsrecht ist durch die Aufteilung zwischen GmbHs und AGs geprägt. Lange Zeit ging der Gesetzgeber davon aus, dass mittelständische Unternehmen als kapitalgesellschaftliche Rechtsform die GmbH und große Unternehmen die Rechtsform der AG wählen. Versuche, GmbH-Anteile fungibler zu machen bzw. einen organisierten Kapitalmarkt für GmbH-Anteile zu entwickeln, scheiterten.

Unternehmen in der Rechtsform der AG besitzen eine deutlich bessere Eigenkapitalausstattung als andere Unternehmen, börsennotierte Unternehmen ihrerseits liegen wiederum deutlich über dem Durchschnitt der Aktiengesellschaften. Unternehmen ohne Zugang zum Eigenkapitalmarkt sind gezwungen, sich verstärkt fremd zu finanzieren, mit der Folge in konjunkturschwachen Zeiten krisenanfälliger zu sein. Das bis zur Aktiengesetzreform 1994 geltende Aktienrecht war am Leitbild großer börsennotierter Publikumsgesellschaften ausgerichtet. Kleine und mittlere Unternehmen wurden durch die enorme Regelungsdichte von der Rechtsform AG ferngehalten.

Das Gesetz für kleine AGs und zur Deregulierung des Aktienrechts setzt genau an diesem Punkt an. Hierdurch wurde keine neue eigenständige Rechtsform geschaffen, sondern eine Modifizierung des Aktiengesetzes, so dass für mittelständische Unternehmen diese Rechtsform nunmehr attraktiver geworden ist. Es ist also kein eigenständiger Gesellschaftstyp im Sinne einer Rechtsform. Im Aktiengesetz ist diese Bezeichnung an keiner Stelle zu finden. Streng genommen darf nach Ansicht einiger Experten nicht einmal von einer Sonderform einer Aktiengesellschaft gesprochen werden (vgl. Gaugler 2000, S. 3; Jaschinski 2009, S. 1).

Der Name „kleine AG“ hat sich für kleine und mittlere Aktiengesellschaften eingebürgert, die vor allem zwei Kriterien erfüllen: Erstens handeln sie ihre Aktien nicht unbedingt an der Börse und zweitens ist ihr Gesellschafterkreis in der Regel recht überschaubar. Oft wird die kleine Aktiengesellschaft auch als eine Art „Übergangsrechtsform“ definiert, die als Einstieg einen schrittweisen Gang an die Börse ermöglichen soll. Sie wird pragmatisch aber auch als „Zusammenfassung von einzelnen Änderungen des Aktienrechts“ bezeichnet (vgl. Gaugler 2000, 3; Jaschinski 2009, S. 1; Brinkmann 1998, S. 37).

Besonders der in den nächsten Jahren anstehende Generationenwechsel in kleinen und mittelständischen Unternehmen wird durch die Rechtsform der AG zu gesicherten Unternehmensexistenzen führen.

Die Modifizierungen des Aktienrechts bezogen sich u. a. auf:

- Die Gründungsvorschriften,
- das Prozedere der Einberufung und Durchführung der Hauptversammlung,
- die erleichterte Möglichkeit zum Ausschluss des Bezugsrechts bei Kapitalerhöhungen,
- die variablere Gewinnverwendung und
- die Einzelverbriefung von Aktien und Regelungen zu stimmrechtslosen Vorzugsaktien.

Gründungsvorschriften

Die Mindestanzahl von Gründungspersonen wurde von mindestens fünf auf eine reduziert. Dadurch sind die bis dahin gängigen „Strohmann-Gründungen“ nicht mehr erforderlich, bei denen ein Dritter im eigenen Namen, aber für Rechnung des eigentlichen Gründers handelt.

Der Bareinlageverpflichtung des alleinigen Unternehmensgründers kann durch die Bestellung einer Sicherheit nachgekommen werden (§ 36 Abs. 2 AktG). Hierdurch erfolgte eine Angleichung an das GmbH-Recht. Auch für bereits bestehende Aktiengesellschaften gilt diese Vorschrift, so dass auch noch nach Gründung alle Aktien durch eine Person übernommen werden können. Dieser Vorgang muss dem Handelsregister mitgeteilt werden.

Eine weitere wichtige Überarbeitung betraf die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat. Bei Sachgründung musste bis zur Novelle der Aufsichtsrat nach der ersten Hauptversammlung neu bestellt werden. Dadurch konnte innerhalb kurzer Zeit ein erneutes Wahlverfahren erforderlich werden. Für die Aktionäre kein besonders großes Problem, aber die Wahl der Arbeitnehmervertreter ist zeit- und kostenaufwändig. Die Amtszeit der Arbeitnehmervertreter kann jetzt über die Amtszeit verlängert werden, und sie können daher sofort für die reguläre Amtszeit von 4 Jahren bestellt werden.

Einberufung und Durchführung der Hauptversammlung

Die Novelle führte zu folgenden Vereinfachungen:

- Wegfall der Einberufungsfrist,
- keine öffentliche Bekanntmachung der Tagesordnung,
- freie Wahl des Ortes und der Zeit der Hauptversammlung,
- Möglichkeit der Beschlussfassung auch über nicht ordnungsgemäß bekannt gemachte Tagesordnungspunkte,
- Vollversammlung (die Hauptversammlung kann jetzt Beschlüsse ohne Einhaltung der Bestimmung der §§ 121–128 AktG fassen, sofern alle Aktionäre erschienen oder vertreten sind und kein Aktionär der Beschlussfassung widerspricht),

- keine notarielle Beurkundung der Hauptversammlung, allerdings ist diese dann notwendig, wenn Beschlüsse mit einer 3/4 oder größeren Mehrheit gefasst werden sollen; ansonsten kann der Aufsichtsratsvorsitzende eine Niederschrift allein unterzeichnen.

Durch die Neuregelung konnten die Kosten für die Durchführung der Hauptversammlung drastisch gesenkt werden. Weiterhin ist die Hauptversammlung sehr flexibel. Dies ist besonders für kleine Gesellschaften und Familiengesellschaften ein Vorteil, um Hauptversammlungen unbürokratisch durchzuführen.

Ausschluss des Anspruchs auf Einzelverbriefung (§ 10 Abs. 5 AktG)

Aktiengesellschaften können in der Satzung den Anspruch des Aktionärs auf Verbriefung jeder einzelnen Aktie in einer Einzelurkunde ausschließen oder einschränken (Ausgabe von Mehrfachurkunden). Grundsätzlich besteht zwar der Anspruch auf Verbriefung der Mitgliedschaftsrechte, aber der Aktiengesellschaft entstehen keine hohen Kosten durch den Aktiendruck (hohe Kostenersparnis insbesondere für kleinere Unternehmen).

Verwendung des Jahresüberschusses (§ 58 Abs. 2 AktG)

Vorstand und Aufsichtsrat können in der Satzung ermächtigt werden, nicht nur einen größeren Teil, sondern auch einen kleineren Teil als die Hälfte des Jahresüberschusses in die Gewinnrücklagen einzustellen. Dadurch erhalten besonders personalistisch strukturierte Aktiengesellschaften mehr Satzungsautonomie und mehr Gestaltungsspielraum bei der Gewinnverwendung.

Erleichterte Mitbestimmung für Familiengesellschaften

Aktiengesellschaften mit weniger als 500 Beschäftigten, die nach dem 3. August 1994 durch Eintragung entstehen, unterliegen nicht mehr der Mitbestimmung. Hierdurch wurde eine sachlich nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung der AG gegenüber der GmbH aufgehoben. Die Furcht vor der Mitbestimmung bei der Umwandlung von kleinen und mittleren Unternehmen besteht nun nicht mehr.

2.1.4 *Societas Europaea (SE)/Europa AG*

Die SE ist die erste supranationale¹ Kapitalgesellschaft. Ihre Haftung ist beschränkt und sie besitzt eine eigene Rechtspersönlichkeit. Sie ist eine Rechtsform für Unternehmen, die in der Europäischen Union grenzüberschreitend tätig werden wollen oder es bereits sind. Durch die SE müssen Unternehmen nicht mehr in jedem Mitgliedsstaat, in dem sie tätig sind, Tochtergesellschaften nach den dortigen Vorschriften gründen. Grenzüberschreitende Kooperationen werden deutlich erleichtert. Des Weiteren kann die SE ihren Sitz innerhalb der EU-Mitgliedsstaaten grenzüber-

¹ Der Begriff supranational bedeutet aus dem lateinischen übersetzt überstaatlich. Kompetenzen nationaler Ebene werden auf eine höhere Ebene verlagert. Der Begriff wird auch für die Umschreibung der Europäischen Union genutzt. (vgl.: <http://www.calsky.com/lexikon/de/txt/s/su/supranational.php> (27.08.2008)).

schreitend ändern, ohne dass sie sich vorher auflösen muss (vgl. Eisenhardt 2007, S. 271; Raiser und Veil 2006, S. 851).

Als supranationale Rechtsform besteht die Rechtsgrundlage der SE aus EU-Recht und aus nationalem Recht. In Deutschland sind neben dem SEEG auch das HGB und das AktG anwendbar. Durch den Anteil an nationalem Recht bei der SE kommt es zu deutlichen Unterschieden zwischen den SEs in den jeweiligen Mitgliedsstaaten (vgl. Eisenhardt 2007, S. 271).

Das Kapital bei allen SEs ist in Aktien aufgeteilt und muss mindestens 120.000 EUR betragen. Die einzelnen Mitgliedsstaaten können ein höheres Mindestkapital für die SEs mit Sitz in ihrem Land vorschreiben. Die SE muss ihren Sitz in dem Mitgliedsstaat der Europäischen Union haben, indem sich auch ihre Hauptverwaltung befindet (vgl. Tümmel 2005, S. 25 ff.).

Die Organe der SE bestehen aus der Hauptversammlung und wahlweise nach dem dualistischen System über ein Aufsichtsorgan und ein Leitungsorgan oder nach dem monistischen System über ein Verwaltungsorgan. Die Hauptversammlung, bestehend aus den Aktionären der SE, beschließt in den ihr von der SE-VO übertragenen Angelegenheiten².

Das *dualistische System* stimmt mit dem des deutschen Aktienrechts überein. Es besteht aus einem Leitungsorgan bei der deutschen AG der Vorstand und einem Kontrollorgan, bei der deutschen AG der Aufsichtsrat.

Für das *monistische System* gibt es im deutschen Aktienrecht kein ähnliches Modell. Geschäftsleitung und Kontrolle durch den Aufsichtsrat sind hier im Verwaltungsorgan zusammengefasst. Das Verwaltungsorgan ist für die Leitung der Gesellschaft zuständig, sofern hier kein Geschäftsführer bestellt wird. Des Weiteren legt das Verwaltungsorgan auch die grundlegende Richtung des Unternehmens fest und überwacht die Umsetzung von Aufgaben und Vorgaben. Die Hauptversammlung wählt die Mitglieder des Verwaltungsrates. Meistens besteht er aus geschäftsführenden und nicht im operativen Geschäft tätigen Mitgliedern. Der Geschäftsführer oder auch geschäftsführender Direktor der SE kann aber auch ein Außenstehender Dritter sein. Der Einfluss des Direktors ist vergleichbar mit der Stellung des GmbH Geschäftsführers. Der Verwaltungsrat ist gegenüber dem Direktor weisungsbefugt und kann ihn jederzeit durch einen Beschluss abberufen. Für den Verwaltungsrat gelten in Deutschland nicht die Paragraphen des AktG sondern die §§ 21–49 SE-AgN (vgl. Barton 2005, S. 78; Mellert 2005, S. 194).

Für die SE ist eine Bar- oder Sachgründung, wie beispielsweise die deutsche AG gegründet werden kann, nicht möglich (vgl. Mellert 2005, S. 189; Tümmel 2005, S. 41). Für die Gründung der SE gibt es vier Möglichkeiten:

- Gründung durch Verschmelzung (Art. 2 Abs. 1 SE-VO)

² Die Aufgaben der Hauptversammlung werden durch die SE-VO festgelegt, weiterhin gelten dieselben Aufgaben wie die, die der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft im jeweiligen Mitgliedsstaat auch übertragen werden.

- Gründung einer Holding-SE (Art. Abs. 2 SE-VO)
- Gründung einer Tochter-SE (Art. 2 Abs. 3 SE-VO und Art. 3 Abs. 2 Satz 1 SEVO)
- Gründung durch Umwandlung in eine SE (Art. 2 Abs. 4 SE-VO)

Für alle Gründungsformen der SE ist Voraussetzung, dass mindestens zwei Mitgliedsstaaten der EU berührt werden. Diese Vorschrift soll verhindern, dass die AG im Inland die SE gründet, um das innerstaatliche Recht zu umgehen (vgl. Eisenhardt 2007, S. 271).

Bei der Entstehung der SE ist der erste Schritt, dass sich die Gründer rechtlich verbindlich verabreden, eine SE zu errichten. Als nächstes wird der Gesellschaftsvertrag, der gleichzeitig die Satzung darstellt, abgeschlossen und notariell beurkundet. Nachdem der Gesellschaftsvertrag notariell beurkundet ist, entsteht die sog. Vorgesellschaft. Der letzte Schritt bei der Entstehung der SE ist die Eintragung ins Handelsregister, die rechtsbegründende Wirkung hat. Für das Handelsregister besagt § 125 Abs. 1 FGG, dass in dem Bezirk des Amtsgerichts ein Landesgericht seinen Sitz haben soll (vgl. Bartone 2005, S. 22 ff.).

Die SE muss in ihrer Firmierung den Zusatz SE enthalten. Der Zusatz kann entweder vor oder nach dem Namen stehen. Das Fehlen des Zusatzes kann den Verlust der beschränkten Haftung bedeuten.

2.2 Börse

Die Bezeichnung Börse geht auf das niederländische Wort „beurs“ zurück, das seinen Ursprung im Namen der Brügger Kaufmannsfamilie „van der Burse“, vor deren Haus sich Kaufleute zu Geschäftszwecken regelmäßig trafen, hat. Hierbei handelte es sich also um regelmäßige Zusammentreffen von Kaufleuten an feststehenden Orten mit dem Ziel, Handelsgeschäfte abzuschließen. (vgl. o. V. Deutsches Universalwörterbuch, 2003; o. V. Großes Lexikon 1996; o. V. Das große Wörterbuch der deutschen Sprache 1976, S. 419; Vogel 2003, S. 4)

Mit dem Begriff Börsenwesen bezeichnet man alles, was mit der Börse zusammenhängt, einschließlich der Funktion, Organisation und Verwaltung. Die Börse ist ein organisierter Markt, auf dem unter staatlicher Aufsicht Angebot und Nachfrage an Waren, Devisen, Wertpapieren und Frachten aufeinandertreffen.

Das Börsenwesen in Deutschland ist föderalistisch organisiert. Rechtsgrundlage für die Aktivitäten sind das Börsengesetz, die Börsenordnungen der jeweiligen Börsen, das Gesetz über den Wertpapierhandel und die Börsenzulassungsverordnung. Das Börsenwesen unterliegt zurzeit einem rasanten Wandel. Verantwortlich hierfür sind u. a. geänderte Anforderungen an Finanzmarktprodukte, die Globalisierung der Märkte, Probleme in einigen Marktsegmenten, die Nutzung neuer Medien etc.

Werden die einzelnen Börsen nach Handelsobjekten systematisiert, so unterscheidet man zwischen Kassa- und Terminbörsen. Diese Unterscheidung wird nach der Erfüllungsfrist der getätigten Geschäfte vorgenommen. Die Untergliederung der Börsen in Kassa- und Terminbörsen sowie die weitere Untergliederung nach Handelsobjekten ist aus Abb. 2.14 ersichtlich.

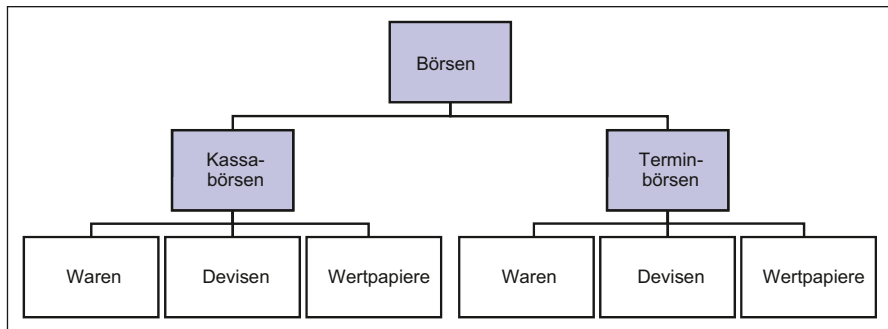


Abb. 2.14 Systematisierung der Börsen

An Kassabörsen werden Geschäfte durchgeführt, die sofort bzw. innerhalb weniger Arbeitstage zu erfüllen sind. In Deutschland beträgt dieser Zeitraum zwei Börsentage. Die Abrechnung wird zum Kassakurs durchgeführt. Unter diesem ist der am Kassamarkt zustande kommende Börsenpreis zu verstehen. Der Kassakurs kann sowohl fortlaufend als variabler Kurs als auch einmal am Tag als Einheitskurs gebildet werden. Kassabörsen können ferner in Devisen-, Waren- und Wertpapierbörsen untergliedert werden (vgl. Fischer und Rudolph 2000, S. 378 ff.; o. V.: Gabler Wirtschaftslexikon 2000, S. 1711 f.).

Die **Warenbörsen** sind für die internationalen Warenmärkte und dabei insbesondere für den Handel mit vollständig fungiblen landwirtschaftlichen und mineralischen Rohstoffen wichtig.

Devisenbörsen sind i. d. R. Teil der Wertpapierbörsen. In Deutschland existieren Devisenbörsen in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg und München. Da der Terminhandel durch die Banken erfolgt, werden hier nur Kassageschäfte getätigt. Aufgrund des Devisenhandels zwischen den international tätigen Kreditinstituten haben die Devisenbörsen nur noch eine untergeordnete Bedeutung.

Transaktionen an den Terminbörsen werden nicht sofort, sondern erst zu einem späteren Zeitpunkt erfüllt. Zu unterscheiden sind hierbei Waretermin- und Finanzterminbörsen.

An **Wareterminbörsen** werden Termingeschäfte über Einheiten an Naturprodukten, z. B. Getreide und Baumwolle, geschlossen. Die Qualität und Menge der gehandelten Produkte unterliegen einem einheitlichen Standard. Die einzige deutsche Wareterminbörse existiert seit 1998 in Hannover.

Standardisierte Termingeschäfte in Form von Futures und Optionen sind Gegenstand der **Terminbörsen**. Futures sind Geschäfte über den Kauf oder Verkauf eines bestimmten Vermögensgegenstandes zu einem vorher festgelegten Preis und zu einem festgelegten zukünftigen Zeitpunkt. Dabei besteht für den Verkäufer die Pflicht zu verkaufen und für den Käufer die Pflicht zu kaufen und den Kaufpreis zu entrichten. Futures können auf Zinsen von Anleihen, Aktien oder Indizes abgeschlossen werden. Optionen dagegen enthalten keine Verpflichtung des Optionsinhabers, sondern ein Recht, das Angebot anzunehmen bzw. abzulehnen (vgl. Fischer und Rudolph 2000, S. 378 ff.; o. V.: Gabler Wirtschaftslexikon 2000, S. 1102, 1084, 2321; o. V. Brockhaus Enzyklopädie 2003, Börse).

2.2.1 Wertpapierbörse

Wertpapiere werden an sechs deutschen Börsen in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg – Hannover, München und Stuttgart gehandelt. Der Handelsplatz Frankfurt ist dabei der wichtigste. Die Einrichtung einer Wertpapierbörse obliegt gemäß § 1 BörsG der jeweiligen Landesregierung. Sie ist zugleich die zuständige Aufsichtsbehörde und übernimmt Überwachungs- und Kontrollfunktionen (vgl. u. a. Rödl und Zinser 2000, S. 49; Schwanfelder 2000, S. 45). Die Wertpapierbörsen übernehmen die Kapitalumschlagsfunktion und die Kapitalbewertungsfunktion.

Die Kapitalumschlagsfunktion ergibt sich aus dem regelmäßigen Kauf und Verkauf von Wertpapieren (Börsenhandel). Die Zulassungsvorschriften der gehandelten Wertpapiere sichern Qualität und Handelsfähigkeit. Weiterhin wird durch die Konzentration des Handels an einer Börse ausreichende Liquidität gewährleistet, da stets viele Anbieter und Nachfrager vorhanden sind und somit jederzeit die Wertpapiere veräußert werden können.

Die Kapitalbewertungsfunktion findet ihren Ausdruck in der marktgerechten Preisfindung. Der an der Börse ermittelte Preis entspricht in der Regel der wirklichen Geschäftstätigkeit, da jederzeit viele Kauf- und Verkaufsaufträge zusammentreffen. Des Weiteren sind die Regeln der Preisfeststellung definiert und den Marktteilnehmern bekannt. Durch die Veröffentlichung der Kurse wird eine hohe Markttransparenz gewährleistet (vgl. Grill und Perczynski 2005, S 254).

Ein erfolgreicher Börsengang hängt besonders von der Wahl des Marktsegmentes sowie dem Börsenplatz ab. Unternehmen können hierbei zwischen dem regulierten Markt und dem Freiverkehr wählen. Die Marktsegmente unterscheiden sich im Hinblick auf ihre Zulassungsbedingungen und rechtlichen Regelungen. Das Börsengesetz gilt für alle Börsensegmente gleichermaßen.

2.2.2 EUREX

Die deutsche Terminbörse (DTB) war die erste vollelektronische Börse Deutschlands. Sie nahm im Januar 1990 den Handel auf. 1998 fusionierte die DTB mit

der Schweizer Terminbörse SOFEX zur EUREX. Die EUREX Frankfurt unterliegt dem Börsengesetz und unterscheidet sich hinsichtlich ihrer Organisation nicht von anderen Börsen. Sie ist keine Präsenz- sondern eine Computerbörse, daher können nicht nur in Frankfurt ansässige Händler teilnehmen, sondern sie ist offen für viele Händler und Kunden. Aufgrund der hohen Zulassungsanforderungen sind jedoch nur institutionelle Börsenteilnehmer dort tätig.

An der EUREX werden Derivate (Optionen und Futures) gehandelt. Die Entwicklung von Derivaten galt ursprünglich der Absicherung von Zins-, Kurs- und Wechselkursrisiken durch gegenläufige Options- oder Future-Geschäfte (Hedging) und nicht der Spekulation auf hohe Gewinne.

Zu den Optionskontrakten zählen u. a. Optionen auf deutsche Standardaktien, Optionen auf den Deutschen Aktienindex (DAX-Optionen) sowie Optionen auf verschiedene, ebenfalls an der DTB gehandelte Future-Kontrakte.

Gegenwärtig werden folgende Produkte an der EUREX gehandelt (http://www.eurexchange.com/trading/products_de.html):

- Zinsderivate (z. B. Euro-Bund-Futures, Euro-Bobl-Futures),
- Aktienderivate (Aktienoptionen sowie Aktien-Futures auf europäische, brasilianische und US-amerikanische Basiswerte),
- Aktienindexderivate (z. B. EURO STOXX 50[®] Index Futures, DAX[®]-Futures, SMI[®]-Futures),
- Aktienindex-Dividendenderivate,
- Volatilitätsindexderivate,
- Exchange Traded Funds-Derivate,
- Kreditderivate (iTraxx[®] Europe 5-year Index Series, iTraxx[®] Europe HiVol 5-year Indexseries, iTraxx[®] Europe Crossover 5-year Index Series),
- Inflationsderivate,
- Rohstoffderivate (Agrarderivate, Gold- und Silberderivate, Strom und CO₂-Derivate in Kooperation mit der EEX),
- Wetterderivate,
- Immobilienderivate.

Die Abwicklung der abgeschlossenen Geschäfte geschieht über eine Clearingstelle. Um an der EUREX als Kreditinstitut Geschäfte abschließen zu können, muss man Börsenteilnehmer mit Clearing-Lizenz sein oder Vertragsbeziehungen zu einem Börsenteilnehmer mit Lizenz unterhalten, über welchen dann die Geschäfte abgewickelt werden können (vgl. Abb. 2.15).

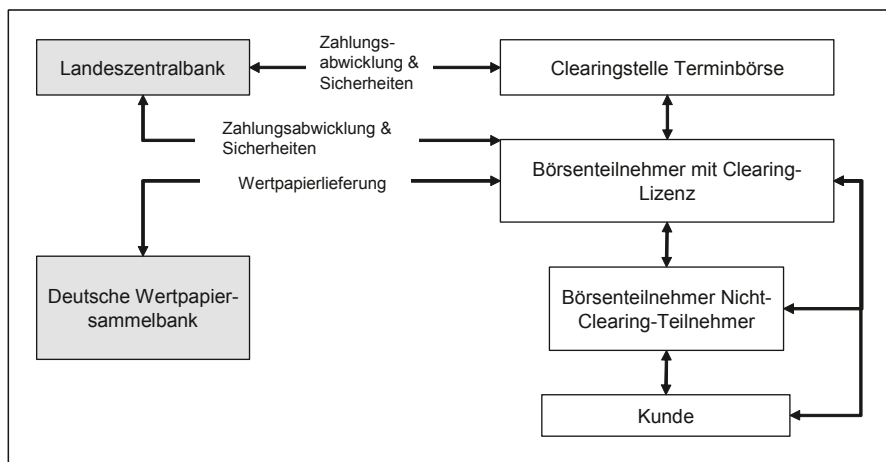


Abb. 2.15 Kontraktabwicklung von Optionen. (Quelle: <http://www.bankstudent.de/downloads2/bbl34.htm>)

Jeder Börsenteilnehmer mit Clearing-Lizenz muss zur Absicherung seiner Geschäfte Sicherheiten hinterlegen (Margin), deren Höhe von der EUREX-Clearing AG auf Basis des Schlusskurses (Settlement-Preis) festgelegt wird. Die Volatilität der Basiswerte sowie die Art der Kontrakte bestimmen die Höhe der Sicherheitsleistung. Börsenteilnehmer ohne Lizenz haben an ihren Vertragspartner mit Lizenz die Margin in der von der EUREX geforderten Höhe zu hinterlegen. Ein Verzug bei der Sicherheitenhinterlegung ist der EUREX zu melden.

Geschäftsabschlüsse erfolgen durch Matching, indem die Aufträge der Börsenteilnehmer zur Kursfeststellung wie bei den Präsenzbörsen, zusammengeführt werden (vgl. Jahrmann 2009, S. 243 ff.; Perridon und Steiner 2007, S. 158 ff.).

2.3 Börsensegmente

2.3.1 Regulierter Markt

Das am stärksten reglementierte Marktsegment ist der Regulierte Markt. Dieses Segment entstand zum 1. November 2007 als die Unterteilung in den Amtlichen und Geregelten Markt aufgehoben wurde. Wertpapiere die zuvor auf dem Geregelten Markt gehandelt wurden, sind seit 1. November 2007 zum Regulierten Markt zugelassen (<http://www.boerse-frankfurt.de>).

Die Zulassung zu diesem umsatzstärksten Segment ist in Bezug auf den Anlegerschutz und die Publizitätspflichten am stärksten reguliert. Die Unternehmen sind verpflichtet, vor Handelszulassung einen Zulassungsprospekt zu erstellen. Der Börsenzulassungsprospekt enthält die Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen der letzten drei Jahre. Der Prospekt ist der zuständigen Zulassungsstelle zur Prüfung und Genehmigung vorzulegen (§§ 45 ff. BörsG).

Weitere wichtige Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten sind:

- Das emittierende Unternehmen besteht seit mindestens drei Jahren,
- der erwartete Emissionskurswert beträgt mindestens 1,25 Mio. EUR,
- der Gesamtnennwert bei Aktien beläuft sich auf mindestens 250.000 EUR, bei nennwertlosen Stückaktien beträgt die Mindestanzahl 10.000,
- 25 % der zuzulassenden Aktien sind im Publikum zu streuen,
- mindestens ein Zwischenbericht zur Finanzlage und zum allgemeinen Geschäftsgang wird während des Geschäftsjahres veröffentlicht,
- unternehmensrelevante Informationen werden sofort veröffentlicht,
- die Publikationssprache ist deutsch bzw. englisch.

Die erhöhte Publizitätspflicht, Zwischenbericht der Geschäftstätigkeit in den ersten 6 Monaten sowie die Veröffentlichung innerhalb von 2 Monaten nach dem Ende des jeweiligen Berichtszeitraums, dienen dem Anlegerschutz (vgl. <http://deutsche-boerse.com>; Priermeier und Schubeck 1999, S. 68; Rödl und Zinser 2000, S. 45).

2.3.2 Freiverkehr (Open Market)

Das Marktsegment Freiverkehr entstand 1987 durch den Zusammenschluss des geregelten und ungeregelten Freiverkehrs und wurde zum 10. Oktober 2005 in Open Market umbenannt. Allein an der Frankfurter Wertpapierbörse werden in diesem Segment ca. 10.200 Titel gelistet (vgl. DAI-Factbook 2010, S. 02-1-1-2). Die Zulassungsvoraussetzungen beschränken sich dabei auf ein Minimum. So sind Unternehmen von der Ad-hoc-Publizitätspflicht befreit und haben auch sonst keine Folgepflichten. Den Zulassungsantrag für den Open Market muss ein Kreditinstitut stellen, das zum Handel an der Börse zugelassen ist. Die Richtlinien der Deutschen Börse AG bilden die Grundlage für die Zulassung der Wertpapiere. Die Börsenkurse für die Werte des Open Markets ermitteln Freimakler (vgl. <http://deutsche-boerse.com>; Priermeier und Schubeck 1999, S. 70; Rödl und Zinser 2000, S. 56).

2.3.3 General Standard

Die Zulassung zum General Standard setzt die Einhaltung der nationalen gesetzlichen Anforderungen voraus. Unternehmen in diesem Segment müssen die Anforderungen des Regulierten Marktes erfüllen. Des Weiteren sind folgende Berichtspflichten zu erbringen:

- Ad-Hoc-Mitteilungen,

- Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (IFRS/IAS oder US-GAAP),
- Veröffentlichung eines Halbjahresfinanzberichts.

Der General Standard eignet sich für Unternehmen, deren Zielgruppe bei Investoren und Kunden im nationalen Bereich zu sehen ist. Deutsche Unternehmen werden zugleich im CDAX aufgenommen. Die Aufnahme in einen Auswahlindex setzt eine Zulassung zum Prime Standard voraus (vgl. <http://deutsche-boerse.com>).

2.3.4 Prime Standard

Materielle Zulassungsvoraussetzung ist die Zulassung Regulierten Markt. Emittenten im Prime Standard müssen über das Maß des General Standard hinausgehende internationale Transparenzanforderungen erfüllen. Hierdurch sollen Unternehmen auch für internationale Investoren von Interesse sein (vgl. <http://deutsche-boerse.com>).

Aktien im Prime Standard sind verpflichtet, die folgenden zusätzlichen Zulassungsvoraussetzungen zu erfüllen:

- Veröffentlichung von Quartalsfinanzberichten mit bestimmten Mindestangaben in deutsch und englischer Sprache,
- Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders mit den wesentlichen kapitalmarktspezifischen Terminen, z. B. Hauptversammlung, Bilanzpressekonferenz,
- Durchführung einer jährlichen Analystenkonferenz,
- Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen in englischer Sprache.

2.3.5 Entry Standard

Der Handel im Entry Standard begann im Jahre 2005. Er ist im Open Market angesiedelt und soll kleinen und mittleren Unternehmen einen kostengünstigen Kapitalmarktzugang mit geringeren Anforderungen ermöglichen und dabei stärker für Investoren wahrnehmbar sein. Zurzeit sind 122 Unternehmen in diesem Segment gelistet (vgl. DAI-Factbook 2010, S 02-1-2). Da es sich beim Open Market und somit auch beim Entry Standard nicht um einen organisierten Markt nach § 2 Abs. 5 Wertpapierhandelsgesetz handelt, gelten die strengen Regelungen beispielsweise bezüglich der Ad-hoc-Publizität oder der Zwischenberichte nicht. Gelistete Unternehmen in diesem Segment müssen ein Kurzporträt des Unternehmens, einen Zwischenbericht über das erste Halbjahr sowie unverzüglich wesentliche Nachrichten auf ihrer Webseite veröffentlichen (vgl. o. V. Prime vs. General vs. Entry Standard

2006, S. 18; o. V. Entry Standard 2005; <http://deutsche-boerse.com>; o. V. Neue Hoffnungen auf IPOs 2005, S. 16).

2.3.6 Regionale Börsensegmente

Die regionalen Börsen entwickeln und führen eigenständige Marktsegmente mit dem Ziel ein, die lokale Wirtschaft zu fördern und jungen bzw. kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zum organisierten Kapitalmarkt zu ermöglichen.

Die individuellen Marktsegmente sind i. d. R. im Freiverkehr angesiedelt, denn dort bestehen die geringsten Zulassungsvorschriften und es werden keine Mindestemissionsvolumina verlangt. Bezogen auf die Gebühren, gehört der Freiverkehr zu den kostengünstigen Alternativen. Alle sechs Börsenplätze bieten den Freiverkehr an.

Der Berliner Freiverkehr hat sich mit dem KMU-Markt etabliert. Gehandelt werden Aktien von kleinen und mittleren Unternehmen mit überdurchschnittlichem Wachstumspotential. Voraussetzungen für die Einbeziehung von Aktien sind unter anderem ein Mindestnennbetrag der Emission von nominal 250.000 EUR und ein voraussichtlicher Kurswert von mindestens 1.500.000 EUR des dem Markt zur Verfügung stehenden Kapitals (vgl. Börse Berlin – Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr § 9). Als Folge aus der Aktienemission im KMU-Markt ist der Emittent verpflichtet, zum Beispiel sogenannte Insiderinformationen auf seiner Internetseite unverzüglich zu veröffentlichen und regelmäßig innerhalb eines Geschäftsjahres mindestens einen Zwischenbericht zur Verfügung zu stellen (vgl. Börse Berlin – Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr § 10; WpHG § 15 Abs. 1).

Im Rahmen des Freiverkehrs hat die Börse München das Segment M:access entwickelt, das neben Emittenten des Freiverkehrs auch solchen des Regulierten Marktes offen steht. Um die Transparenzanforderungen zu erhöhen, sind die Emittenten aufgefordert mindestens einen Jahresabschluss als Aktiengesellschaft aufzustellen sowie ein Grundkapital von mindestens 1 Mio. EUR aufzuweisen. Unternehmen in diesem Marktsegment müssen eine Webseite unterhalten, auf der u. a. ein unterjähriger Emittentenbericht mit relevanten Informationen zur Aktienbewertung publiziert wird sowie Ad-hoc-Meldungen, der Unternehmenskalender und Kernaussagen des geprüften Jahresabschlusses veröffentlicht werden (o. V. Regelwerk für das Marktsegment M:access, 2011).

Die älteste Wertpapierbörse Deutschlands, die Börse Hamburg, bietet jungen, kapitalsuchenden Unternehmen unter der Bezeichnung „START UP MARKET“ ebenfalls ein individuelles Marktsegment im Freiverkehr an. Insbesondere junge Unternehmen (<1 Jahr) können dort an die Börse gehen. Das Grundkapital muss mindestens 250.000 EUR betragen. Die hanseatische Wertpapierbörse führt kapital-suchende Wachstumsunternehmen mit risikobewussten Investoren zusammen.

Um die Attraktivität kleinerer Unternehmen zu fördern, hat die Deutsche Börse AG den S-DAX entwickelt. Dieser Index besteht aus 50 Unternehmen, die sowohl aus klassischen Branchen und Technologiebranchen bestehen. Jedoch müssen die Emittenten die gesetzlichen Mindestanforderungen der alten Marktsegmente erfüllen, um dann auf Antrag in den Prime Standard zu gelangen. Die Aufnahme in den S-DAX erfolgt nach Zuordnung der Unternehmen nach Marktkapitalisierung, Streubesitz und Börsenumsatz.

2.4 Over-the-Counter-Handel

Der außerbörsliche Handel (OTC) beinhaltet sowohl den Handel mit Wertpapieren, die nicht in den genannten Marktsegmenten gehandelt werden, als auch den Handel mit Finanztiteln, die zum Börsenhandel zugelassen sind. Kennzeichnend für den OTC-Handel, der bilateral zwischen den verschiedenen Marktteilnehmern per Telefon erfolgt, sind u. a. große durchschnittliche Ordervolumina, die Intransparenz der ausgeführten Geschäfte und die fehlende Anonymität der Marktteilnehmer. Zielsetzung des außerbörslichen Handels ist es, insbesondere durch große Orders im Rahmen des Blockhandels Preiseinflüsse zu vermeiden. Dabei werden die Geschäfte und die Wertpapierverwahrung größtenteils über die Deutsche Börse abgewickelt. Die Volumina des OTC-Handels – bezogen auf das gesamte Handelsvolumen – liegen den Aktienhandel betreffend bei etwa 50 %, während der Anteil bei den Rentenwerten ca. 90 % beträgt. Seit der Einführung des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes im Jahre 1994 unterliegt auch der außerbörsliche Handel einer staatlichen Regulierung, nämlich der Kontrolle des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel und den Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, insbesondere den Insiderhandel und die Wohlverhaltensregeln betreffend (vgl. Rudolph 1997, S. 229; Büschgen 1998, S. 230).

2.5 Aktienindizes

Ein Aktienindex ist eine Kennzahl, die zeitlich fortlaufende Kursveränderungen in Relation zum Kurs einer Basisperiode zum Ausdruck bringt. Häufig dienen Indizes Anlegern als Orientierung bei der Zusammensetzung ihrer Portfolios. Die Deutsche Börse hat parallel zur Neustrukturierung des Aktienmarktes eine neue Indexsystematik eingeführt. Dax, M-Dax, Tec-Dax und S-Dax sind die Auswahlindizes.

Die im „Deutschen Aktienindex“ (Dax) gelisteten Werte gehören zu den attraktivsten Aktien in Deutschlands. Auch international genießen sie ein hohes Ansehen. Die Dax-Entwicklung ist Abb. 2.16 zu entnehmen.

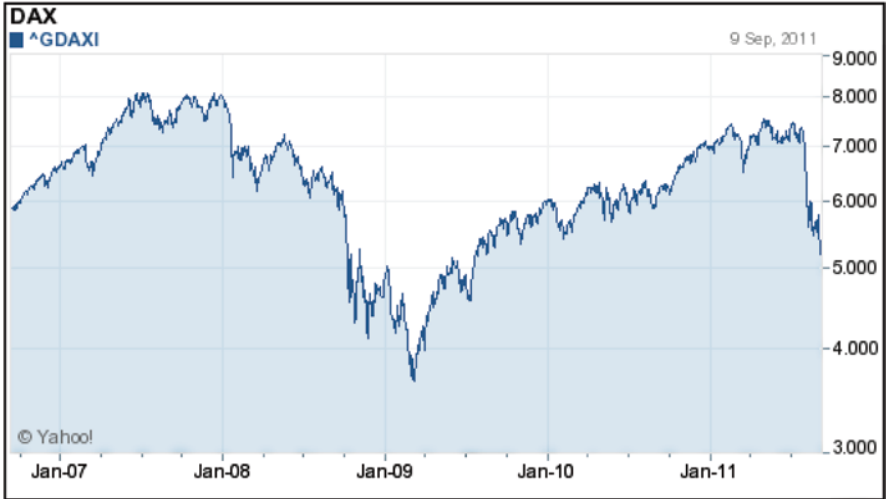


Abb. 2.16 Entwicklung des DAX. (Quelle: <http://de.finance.yahoo.com/q/bc?s=%5EGDAXI&t=my&l=on&z=m&q=l&c=>)

Er nimmt die Aktien der 30 größten und umsatzstärksten Unternehmen mit Sitz in Deutschland aus dem Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse auf. Die Basis dieses Indexes bildet der Stand vom Jahresende 1987, der mit 1.000 Punkten angesetzt wurde. Über die Zusammensetzung dieses Leitindexes wird jährlich im September durch den Arbeitskreis Aktienindizes der Deutschen Börse entschieden; dabei gelten als Kriterien für die Aufnahme neben der Zulassung zum Prime Standard und dem fortlaufenden Xetra-Handel der Börsenumsatz sowie die Marktkapitalisierung. Letztere wird durch Multiplikation des Aktienkurses des betrachteten Unternehmens mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien errechnet. Weitere Indices der Deutschen Börse sind der Abb. 2.17 zu entnehmen.

Deutscher Aktienindex (DAX)	Umfasst die 30 größten Werte des Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse (Bluechips)
Midcap-DAX (MDAX)	Umfasst die 50 nächstgrößten Werte der klassischen Branchen des Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse
Smallcap-DAX (SDAX)	Umfasst die 50 größten auf den MDAX folgenden Werte der klassischen Branchen des Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse
Technology-DAX (TecDAX)	Umfasst die 30 größten Werte der Technologiebranchen des Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse
Entry-Standard-Index	Umfasst die 30 umsatzstärksten Unternehmen aus dem Entry Standard Segment
General-Standard-Index	Umfasst die 200 umsatzstärksten Unternehmen aus dem General Standard Segment

Abb. 2.17 Auswahlindizes der Deutschen Börse

2.6 Investor Relations

Die Geschichte der Investor Relations beginnt 1953 in den USA. General Electric entwickelte ein Kommunikationsprogramm mit dem Titel „investor relations“, das ausschließlich Kommunikationszwecken mit den privaten Investoren diente. In Deutschland startet die Geschichte der Investor Relations erst Anfang der 80er Jahre, die endgültige Etablierung erfolgte Mitte der 90er Jahre.

Ursache für den Start von Investor Relations in Deutschland waren zum einen der Börsengang der Deutschen Telekom 1996, bei dem ca. 500 Mio. Aktien an der Börse platziert und Einnahmen von mehr als 20 Mrd. DM getätigt werden sollten. Um dieses Ziel zu erreichen wurde erstmalig in Deutschland eine Werbekampagne für eine Aktie gestartet. Ein weiterer wesentlicher Grund war der Start des Neuen Marktes, ein neues Börsensegment an der Frankfurter Börse für innovative, junge und in Wachstumsbranchen tätige Unternehmen. Der anfängliche Erfolg der so genannte Börsenhype führte zu einem totalen Zusammenbruch des Neuen Marktes und zu seiner Einstellung zum 31.12. 2003 (vgl. Streuer 2004, S. 5 ff.; Schumacher et al. 2001, S. 14 f.).

Die zielgerichtete Gestaltung der Beziehungen zwischen einer Unternehmung und der Financial Community wird als Investor Relations bezeichnet. Es handelt sich hierbei um Maßnahmen und Handlungen, die darauf ausgerichtet sind, das Beziehungsgefüge mit den gegenwärtigen Eigenkapitalgebern zu pflegen sowie die Aufmerksamkeit potentieller Kapitalanleger zu wecken und sie ggf. zu akquirieren. Investor Relations ist somit ein ganzheitlicher Prozess, dessen oberste Priorität auf der Schaffung von langfristigem Vertrauen und einer gerechten Beurteilung der Aktien der jeweiligen Unternehmen liegt. Dabei darf Investor Relations nicht nur als Lieferant von Unternehmenszahlen an die Zielgruppen des Unternehmens verstanden werden, sondern schwerpunktmäßig müssen bei der Investor-Relations-Arbeit die unternehmerischen Zusammenhänge verstanden und kommuniziert werden, u. U. müssen einzelne Informationen zunächst interpretiert werden, bevor sie weitergegeben werden können. Schlussendlich handelt es sich bei Investor Relations um das Management der Erwartungen, das sich nachhaltig auf die Unternehmensbewertung auswirkt.

Genauso wie eine Unternehmensleitung die Beziehung zu den Mitarbeitern, den Abnehmern usw. als Bezugsgruppe resp. Koalitionspartner zu pflegen hat, ist es ihre Aufgabe, das Verhältnis zu den gegenwärtigen Kapitalgebern im Sinne einer vertrauensbildenden Maßnahme zur Stärkung der Anlagentreue zu gestalten, um die gewünschte Kapitalgeberstruktur zu erhalten.

Während in der Vergangenheit die Informationspolitik einer börsennotierten Unternehmung dadurch gekennzeichnet war, die Aktionäre/Eigentümer weitgehend auf der Grundlage der gesetzlichen Verpflichtungen zu unterrichten, setzt sich zunehmend die Erkenntnis durch, dass eine unternehmenswertorientierte Unternehmensführung ein geändertes Informationsverhalten notwendig macht.

Sichtbarer Ausdruck eines solchen Verhaltens ist die Tatsache, dass der Zeitraum zwischen Geschäftsjahresende und der Veröffentlichung der Jahresberichterstattung zunehmend kürzer wird und dass innerhalb dieses Zeitraumes (vorläufige) Informationen seitens der Unternehmensleitung den verschiedenen Bezugsgruppen übermittelt werden.

Pressemitteilungen, Ad-hoc-Informationen und Quartalsberichte richten sich nicht ausschließlich an die derzeitigen Aktionäre, sondern sind gleichermaßen an Gläubiger-Banken, Ratingagenturen, Finanzintermediäre, Finanzanalysten und zukünftige Kapitalgeber gerichtet.

Ein ständiger Austausch mit der **Financial Community** ist unerlässlich. Es ist erkennbar, dass die unternehmerische Kapitalmarktkommunikation über den gesetzlich vorgegebenen Rahmen hinausgeht. Nicht nur allein aufgrund der Tatsache, dass eine gute Beziehung zu den Aktionären einen wichtigen Faktor in der Strategie zur Verhinderung von feindlichen Übernahmen darstellt.

Die Übertragung der Finanzmarktkommunikation auf eine Abteilung für Investor Relations kommt sicherlich nur für größere Unternehmen in Frage. Sofern nach sorgfältiger Prüfung und Kosten-Nutzen-Abwägung eine eigene Abteilung nicht gerechtfertigt ist, ist die Übertragung auf eine Investor Relations-Agentur ratsam.

Unabhängig von einer internen oder externen Aufgabenerfüllung schließt eine aktive Investor Relations-Arbeit die Form von Einzel- oder Gruppengesprächen der Unternehmensleitung mit den Anteilseignern ein. Road-Shows, allgemeine Unternehmenspräsentationen und Analysten-Konferenzen ergänzen diese Aktivität (vgl. Abb. 2.18).

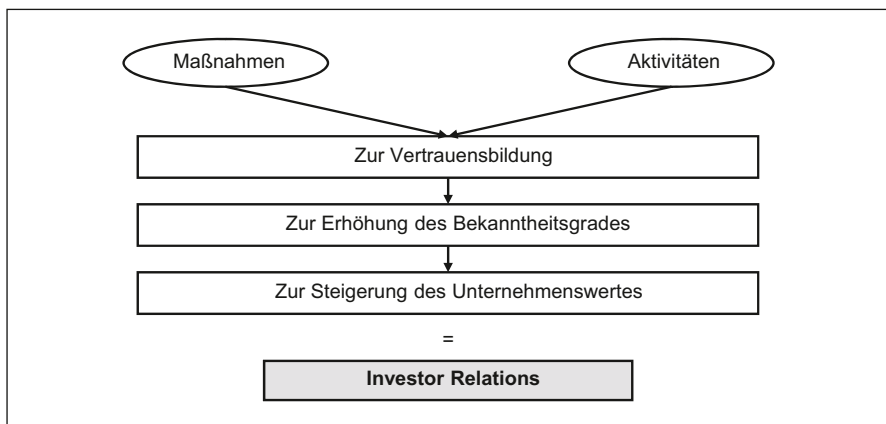


Abb. 2.18 Investor Relations

Für die Finanzmarktkommunikation bedeutet das Internet eine neue Dimension zur Informationsgestaltung. Der dadurch geschaffene direkte Dialog mit allen Ad-

ressaten vermeidet mögliche Interessenkonflikte und Informationsfilterung durch Finanzintermediäre. Originalinformationen können vom Kapitalanleger bedarfsgerecht abgerufen werden. Die Kontaktaufnahme ermöglicht ergänzende und vertiefende Informationen.

Hier ist die Möglichkeit eines One-to-One-Marketing-Ansatzes geschaffen, mit der Ausrichtung auf den gegenwärtigen und zukünftigen Kapitalanleger, mit dem Ziel, eine individuelle Ansprache zu ermöglichen. So bietet sich der Weg, im Rahmen des „one face to the investor“ zu einer besseren und nachhaltigeren Beziehung zu Kapitalanlegern zu gelangen.

Die Öffnung der unternehmerischen Informationspolitik im Sinne einer wertorientierten Unternehmensführung muss soweit gestaltet werden, dass die Unternehmenszielgrößen (z. B. die Kapitalrendite RoIC) nicht nur genannt und erklärt, sondern eventuelle Abweichungen auch erläutert werden. Dieser Sachverhalt bedeutet eine Hinwendung zur Übermittlung von Informationen, die Einblick geben in die Unternehmenssteuerung und die unternehmerische Entscheidungsfindung.

Unternehmensdaten sind keine feststehende Größe. So stellen geprüfte Jahresabschlüsse Momentaufnahmen dar. Daraus folgt, dass stets auch die Unternehmensentwicklung als Ausblick beschrieben werden muss. Dass für die Financial Community die Verlässlichkeit der Informationen von großer Bedeutung ist, sollte Maßstab für die unternehmerische Investor Relations-Tätigkeit sein.

Um gegenüber tatsächlichen oder potentiellen Kapitaleignern die Attraktivität der eigenen Aktien herauszustellen, ist es für börsennotierte Unternehmen unerlässlich, vergleichende Gegenüberstellungen des Kursverlaufes und der Rendite der Wertpapiere über verschiedene Zeiträume vorzunehmen (vgl. Abb. 2.19).

Performance der RWE-Aktien und wichtiger Indizes bis Ende 2009	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre
RWE-Stammaktie	+15,8	+15,6	+9,9
RWE-Vorzugsaktie	+27,5	+18,3	+12,3
DAX 30	+23,8	+6,8	-1,5
Dow Jones EURO STOXX 50	+25,6	+2,9	-2,6
Dow Jones STOXX 50	+28,7	+1,7	-3,2
Dow Jones STOXX 600	+32,4	+3,0	-1,5
Dow Jones STOXX Utility	+6,2	+8,4	+5,7
REXP ¹⁾	+4,9	+4,3	+7,8

1) Index für Staatspapiere am deutschen Rentenmarkt

Abb. 2.19 Performance der RWE-Aktien. (Quelle: <http://www.rwe.com/web/cms/de/206254/rwe/investor-relations/aktie/aktienkurse/performance/>)

Als Musterbeispiel dienen die Abbildungen der RWE AG bezüglich Kennzahlen und Performance der Aktien (vgl. Abb. 2.20).

Kennzahlen der RWE-Aktien¹		2009	2008	2007	2006	2005
Ergebnis je Aktie	€	6,70	4,75	4,74	6,84	3,97
Nachhaltiges Nettoergebnis je Aktie	€	6,63	6,25	5,29	4,38	4,01
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit je Aktie	€	9,94	16,44	10,82	12,06	9,43
Dividende je Aktie	€	3,50	4,50	3,15	3,50	1,75
Börsenkurse Stammaktie						
Kurs zum Jahresende	€	67,96	63,70	96,00	83,50	62,55
Höchstkurs	€	68,58	100,64	97,90	89,85	63,24
Tiefstkurs	€	46,52	52,53	74,72	61,56	41,10
Börsenkurse Vorzugsaktie						
Kurs zum Jahresende	€	62,29	53,61	83,07	72,00	54,44
Höchstkurs	€	62,65	84,39	86,00	73,91	55,09
Tiefstkurs	€	41,75	37,46	66,33	54,18	34,79
Ausschüttung	Mio. €	1.867	2.401	1.689	1.968	984
Zahl der im Umlauf befindlichen Aktien (Jahresdurchschnitt)	Tsd.Stk.	533.132	538.364	562.373	562.374	562.375
Börsenkapitalisierung zum Jahresende	Mrd. €	38,0	35,4	53,5	46,5	34,9
¹ Bezogen auf die jahresdurchschnittliche Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien						

Abb. 2.20 Kennzahlen der RWE-Aktien. (Quelle: RWE AG, 2009, S. 23)

2.7 Beteiligungsfinanzierung bei nicht-emissionsfähigen Unternehmen

2.7.1 Merkmale nicht-emissionsfähiger Unternehmen

Die deutsche Wirtschaft ist geprägt von einer großen Zahl kleiner und mittlerer Unternehmen. Diese treten überwiegend als Einzelunternehmen, Personengesellschaft oder GmbH auf. Für sie steht kein organisierter Kapitalmarkt zur Beschaffung von Eigenkapital zur Verfügung. Die Beschaffung von Eigenkapital hängt maßgeblich von der Haftung der Eigenkapitalgeber ab. Ein hohes Haftungsrisiko

bedingt höhere Gewinnansprüche und mehr Mitsprache- und Mitwirkungsrechte bei unternehmerischen Entscheidungen. Die Beschaffung von neuem Eigenkapital hängt daher stark von der jeweiligen Rechtsform ab. Zu den nicht-emissionsfähigen Unternehmen zählen die in den Abb. 2.21 und 2.22 dargestellten Rechtsformen. Hinzu kommen noch so genannte Mischformen, d. h. Rechtsformkombinationen wie z. B. GmbH & Co KG.

Nicht-emissionsfähige Unternehmen
• Einzelunternehmen • OHG (offene Handelsgesellschaft) • KG (Kommanditgesellschaft) • GmbH (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) • eG (eingetragene Genossenschaft)

Abb. 2.21 Nicht-emissionsfähige Unternehmen

Hinsichtlich der Möglichkeiten Beteiligungskapital zu sammeln, lassen sie sich durch folgende Merkmale charakterisieren:

- Keine Möglichkeit, den organisierten Kapitalmarkt (Wertpapierbörse) zur Kapitalbeschaffung zu nutzen,
- geringe Fungibilität der Unternehmensanteile,
- das Anlagerisiko ist für neue Gesellschafter schwierig im Voraus richtig zu beurteilen (geringe Transparenz),
- neue Aufteilung der Mitspracherechte durch die zusätzliche Aufnahme weiterer Gesellschafter (Kompetenzgerangel),
- die Aufteilung der aufgebauten stillen Reserven ist wegen der Bewertung äußerst schwierig,
- individuelle persönliche Ziele der Gesellschafter sind schwieriger in Einklang zu bringen (Höhe der Gewinnausschüttung oder Gewinnthesaurierung),
- schnelle und umfangreiche Kapitalbeschaffung ist kaum möglich.

Merkmale	Gesellschaftsformen				
	Einzelkaufmann	OHG	KG	GmbH	eG
Eigentümer	Kaufmann	Gesellschafter	a) Komplementäre b) Kommanditisten	Gesellschafter	Genossen
Mindestzahl der Gründer	1	2	• 1 • 1	1	7
Mindestkapital u. -anteil	- kein festes Eigenkapital - keine Mindesteinlage vorgeschrieben	- kein festes Eigenkapital - keine Mindesteinlage vorgeschrieben	- Komplementäre wie Einzelkaufmann - Kommanditisten feste Einlage Höhe nach Vereinbarung	- festes Stammkapital - mind. 25.000 € - Mindestanteil 100 €	- kein festes Grundkapital - Mindesteinlage statutarisch festgelegt
Haftung	Unbeschränkt, persönlich	Gesamtschuldnerisch, jeder Gesellschafter haftet unmittelbar, unbeschränkt und solidarisch für die Schulden der Gesellschaft	Vor Eintragung ins Handelsregister haften alle Gesellschafter unbeschränkt, danach haften Komplementäre unbeschränkt und Kommanditisten nur bis zur Höhe ihrer Einlage	Gesellschaftsvermögen haftet in voller Höhe. Vor Eintragung ins Handelsregister haften alle Gesellschafter solidarisch, danach schulden die Gesellschafter nur ihre rückständigen Einlagen	Es haftet nur das Vermögen der Genossenschaft. Die Satzung kann Nachschüsse der Genossen an die Konkursmasse beschränkt oder unbeschränkt vorschreiben
Steuerliche Behandlung	Besteuerung der Gesellschafter durch Einkommensteuer			Körperschaftsteuer	Körperschaftsteuer mit Vergünstigung
Organe	Kaufmann	Gesellschafter	Komplementär	Geschäftsführer, Gesellschaftsversammlung Evtl. Aufsichtsrat	Vorstand, Aufsichtsrat Generalversammlung (Mitglieder oder Vertreterversammlung)
Erfolgsbeteiligung	Nach Vorstellungen und finanziellen Möglichkeiten des Inhabers	4% auf Einlage, Rest nach Köpfen	4% auf Einlage, Rest angemessen	Nach Höhe der Geschäftsanteile	Nach Anteil am Geschäftsguthaben
Gesetzliche Vorschriften	HGB §§ 1-104	HGB, bes. §§ 105-160 BGB §§ 705-740	HGB, bes. §§ 105-177 BGB §§ 705-740	GmbH-Gesetz, HGB §§ 238-336	GenossenschaftsG, HGB §§ 336-339
Beispiele	Kleine und mittelständische Handwerksbetriebe, Einzelhändler, selten Großunternehmen	Typische Rechtsform der meisten mittelständischen, familiengeführten Unternehmen in Deutschland		Rechtsform von Unternehmen aller Branchen und Größenklassen, überwiegend kleine und mittelständische Unternehmen	Volks- und Raiffeisenbanken, Wohnungsbau-, Waren- und Konsumgenossenschaften, bäuerliche Bezugsgenossenschaften

Abb. 2.22 Eigenschaften von nicht-emissionsfähigen Unternehmen. (Quelle: Vgl. Schäfer 2002, S. 152 ff.)

2.7.2 Beteiligungsfinanzierung bei Einzelkaufleuten und Personengesellschaften

Die Eigenkapitalbeschaffung beim Einzelunternehmen erfolgt durch Entnahmen aus dem Privatvermögen des Unternehmers oder durch Aufnahme eines stillen Gesellschafters. Die Eigenkapitalausstattung des Einzelunternehmens hängt daher von der Höhe des Privatvermögens und den persönlichen Entnahmegewohnheiten des Unternehmers ab. Das Eigenkapitalkonto ist ein ständig variierendes Konto. Die Eigenkapitalfinanzierung geschieht i. d. R. durch Gewinnthesaurierung.

Eigenkapitalerhöhung bei Einzelunternehmen:

- Gewinnthesaurierung,
- Stille Beteiligung.

Die **stille Gesellschaft** ist eine reine Innengesellschaft, die nach außen nicht in Erscheinung zu treten braucht. Die Kapitaleinlage des stillen Gesellschafters geht in das Vermögen des Einzelunternehmens über. Für Außenstehende ist die stille Beteiligung aus der Bilanz normalerweise nicht ersichtlich, da gewöhnlich die stille Beteiligung nicht separat ausgewiesen wird, sondern nur ein einziges Eigenkapitalkonto besteht. Der stille Gesellschafter ist immer mit „angemessenem Anteil“ am Gewinn zu beteiligen, Verlust übernimmt er maximal bis zur Höhe seiner Einlage. Die stille Gesellschaft tritt als **typische** und **atypisch stille Gesellschaft** auf. Scheidet der typische stille Gesellschafter aus einem Unternehmen aus, hat er kein Recht auf Beteiligung am Vermögen des Unternehmens (stille Reserven). Er wird mit seiner nominellen Einlage abgefunden. Der atypisch stille Gesellschafter hingegen wird am Vermögenszuwachs des Betriebs beteiligt und als Mitunternehmer angesehen. Dem atypischen stillen Gesellschafter werden i. d. R. zusätzliche Rechte gewährt wie z. B. Recht auf Beteiligung an den stillen Reserven, am Geschäftswert, zusätzliche Kontrollen und Mitwirkungsrechte.

Bei der **offenen Handelsgesellschaft (OHG)** erfolgt die Eigenkapitalerhöhung durch die Heraufsetzung der Einlagen der Gesellschafter oder durch Aufnahme neuer Gesellschafter. Grundsätzlich können beliebig viele neue Gesellschafter in einer OHG aufgenommen werden. Die unbegrenzte Aufnahme weiterer Gesellschafter ist allerdings nicht praktikabel. Dies führt zu einer Reorganisation der Geschäftsleitung, mit der Folge, dass die bisherigen Gesellschafter Einfluss und Macht aufgeben müssen. Die Zahl der Gesellschafter, und damit auch das Kapital, werden daher auch von der Aufteilung der Unternehmensfunktionen bestimmt. Der Unternehmenserfolg hängt u. a. von einem guten persönlichen Verhältnis der Gesellschafter untereinander ab. Des Weiteren bedeutet die Aufnahme neuer Gesellschafter, dass die geschaffenen stillen Reserven bewertet werden müssen. Insbesondere die objektive und für alle Beteiligten zufriedenstellende Bewertung der stillen Reserven ist bei der Aufnahme und auch beim Ausscheiden von Gesellschaftern schwierig.

Eigenkapitalerhöhung bei der OHG:

- Gewinnthesaurierung,
- Aufnahme neuer Gesellschafter,
- Stille Beteiligung.

Grundsätzlich kann das Eigenkapital einer **Kommanditgesellschaft (KG)** durch weitere Komplementäre (Vollhafter) und Kommanditisten (Teilhafter) erhöht werden. Die Anzahl der Komplementäre sollte aus den bei der OHG angeführten Gründen begrenzt sein. Jedoch bietet die KG durch die Möglichkeit der Aufnahme von Kommanditisten, deren Haftung auf ihre Kapitaleinlage beschränkt ist und die keine Geschäftsführungsbefugnisse besitzen, günstigere Voraussetzungen als bei der OHG und der Einzelunternehmung. Die Risikobeurteilung ist maßgeblich für Kommanditisten. Kommanditisten können also nur dann gewonnen werden, wenn das Risiko aus der Beteiligung überschaubar ist und die Vermögenslage des Kom-

plementärs als gut zu bezeichnen ist. Die Probleme der Sicherheit und der Handelbarkeit der Kommanditanteile schränken die Ausweitung der Kapitalbasis ein.

Eigenkapitalerhöhung bei der KG:

- Gewinnthesaurierung,
- Aufnahme neuer Komplementäre,
- Aufnahme neuer Kommanditisten,
- Stille Beteiligung.

Die Beteiligungsfinanzierung bei **Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH)** erfolgt durch Erhöhung des Eigenkapitals der Altgesellschafter oder durch die Aufnahme neuer Gesellschafter. Die Aufnahme weiterer Gesellschafter ist bei der GmbH weniger schwierig als bei der OHG oder KG, da es sich bei der GmbH um eine Kapitalgesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit handelt, die selbstständig unbeschränkt mit ihrem Vermögen haftet. Die Haftung der Gesellschafter ist auf ihre Einlage und eventuell auf Nachschüsse begrenzt, soweit die Nachschusspflicht im Gesellschaftsvertrag festgeschrieben ist. Die Beschränkung der Haftung erleichtert die Aufnahme weiterer Gesellschafter. Die mangelnde Fungibilität, die Übertragung der Anteile bedarf der notariellen Form, und das Fehlen eines organisierten Kapitalmarktes, wie z. B. die Wertpapierbörse, erschweren die Beteiligungsfinanzierung.

Eigenkapitalerhöhung bei der GmbH:

- Gewinnthesaurierung,
- Aufnahme neuer Gesellschafter,
- Erhöhung des Stammkapitals durch die Gesellschafter.

Das Eigenkapital der **Genossenschaften (eG)** ist schwankend. Es ist abhängig von der Anzahl der Mitglieder. Genossenschaftsanteile können unter Einhaltung einer Kündigungsfrist zum Ende eines Geschäftsjahres gekündigt werden. Die Beteiligungsfinanzierung erfolgt durch die Werbung neuer Mitglieder, die Erhöhung der Genossenschaftsanteile sowie durch Erhöhung der Einzahlungsquote. Aufgrund der schwankenden Kapitalbasis müssen Genossenschaften verstärkt auf die Selbstfinanzierung und die Bildung von Reserven zurückgreifen.

Eigenkapitalerhöhung bei der Genossenschaft:

- Gewinnthesaurierung,
- Aufnahme neuer Genossen,
- Erhöhung der Haftsummenzuschläge.

2.8 Eigenkapitalbeschaffung auf Zeit

In einer modernen Volkswirtschaft sind innovative Unternehmen häufig ein Wachstumsmotor. Innovationen und Expansionen setzen eine solide, ausreichende Eigenkapitalbasis voraus. Die Eigenkapitalausstattung junger Unternehmen sowie die Möglichkeiten der Fremdkapitalaufnahme sind gerade bei diesen Unternehmen sehr begrenzt. Venture Capital-Gesellschaften und Business Angels sind für solche Unternehmen grundsätzlich mögliche Kapitalgeber.

2.8.1 *Venture Capital*

Der Begriff Venture Capital (VC) wird häufig mit **Risiko-, Wagnis- oder Chancenkapital** übersetzt. Dabei handelt es sich um Beteiligungskapital, das zu Beginn sehr risikoreich ist, langfristig aber zu überdurchschnittlichem Gewinn führen kann. Das kapitalnehmende Unternehmen muss die Mittel nicht, wie bei einem Kredit, tilgen und Zinsen zahlen, sondern die Rückführung erfolgt i. d. R. durch Verkauf der Unternehmensanteile (vgl. Schäfer 2002, S. 251).

Venture Capital-Gesellschaften engagieren sich für eine begrenzte Zeit i. d. R. drei bis acht Jahre finanziell im Unternehmen. Die Untergrenze liegt bei zwei bis drei Jahren. Nur wenige Gesellschaften halten Anteile längerfristig oder sogar auf unbestimmte Zeit. Das zur Verfügung gestellte Kapital dient zur Stärkung der Eigenkapitalausstattung junger Unternehmen, damit diese, besonders in Wachstumsphasen, Mittel zur Unternehmensexpansion zur Verfügung haben. Die Bonität, die Kreditwürdigkeit und die Möglichkeit Fremdkapital aufzunehmen, werden ebenfalls verbessert. Gleichzeitig unterstützen VC-Gesellschaften das Management durch umfangreiche Beratungsleistungen (betriebswirtschaftliches Know-how) in den Bereichen Planung, Organisation, Finanzen, Produktion, Marketing und Personal. Zielsetzung der Beteiligung ist die Anteilssteigerung aufgrund des hohen Potenzials in der Maximierung des eingesetzten Vermögens (Marktwertmaximierung). Daher kann die Kapitalrentabilität erst zum Zeitpunkt der Veräußerung der Anteile errechnet werden.

Venture Capital-Geber erreichen durch die Wertsteigerung ihrer Beteiligungsanteile ein Return on Investment (RoI), für sie sind Unternehmen von Interesse, die eine hohe Wachstumserwartung aufweisen.

Zielgruppe der Venture Capital-Finanzierung:

- Junge, innovative Unternehmen,
- Wachstumsbranchen (erkennbares Wachstums- und Entwicklungspotenzial),
- Mikroelektronik, Biotechnologie, Kommunikationstechnik, Umwelttechnik etc.

Beteiligungen durch Venture Capital-Gesellschaften weisen folgende Vorteile auf:

- Im Gegensatz zu Fremdkapital steht das Eigenkapital dem Unternehmen längere Zeit zur Verfügung,

- Venture Capital haftet bei Unternehmenskrisen,
- periodisch zu leistende Abgaben, wie Zinsen und Tilgung sind nicht zu leisten, daher verbessert sich die Unternehmensliquidität,
- durch die Aufnahme von Venture Capital verbessert sich die Kapitalstruktur, wodurch die Möglichkeit zur späteren Kreditfinanzierung deutlich erweitert wird,
- die Eigenkapitalausstattung erleichtert Investitionen, Innovationen, Expansionen,
- Managementunterstützung führt zu einem Transfer von betriebswirtschaftlichem Know-how.

Betrachtet man Unternehmensentwicklungen, so zeigt sich, dass diese verschiedene Lebensphasen durchlaufen. Ausgehend von den Lebensphasen kann sich die Venture Capital-Finanzierung idealtypisch in sechs Stufen vollziehen (vgl. Abb. 2.23).

Die Unternehmensfinanzierung wird in Frühphasen-Finanzierung (Early-Stage-Financing) und Expansionsfinanzierung (Expansion-Stage-Financing) gegliedert.

Die Frühphasen-Finanzierung unterteilt sich in Seed-, Start-Up- und First-Stage-Financing, die Expansionsphasen-Finanzierung in Second-, Third- und Fourth-Stage.

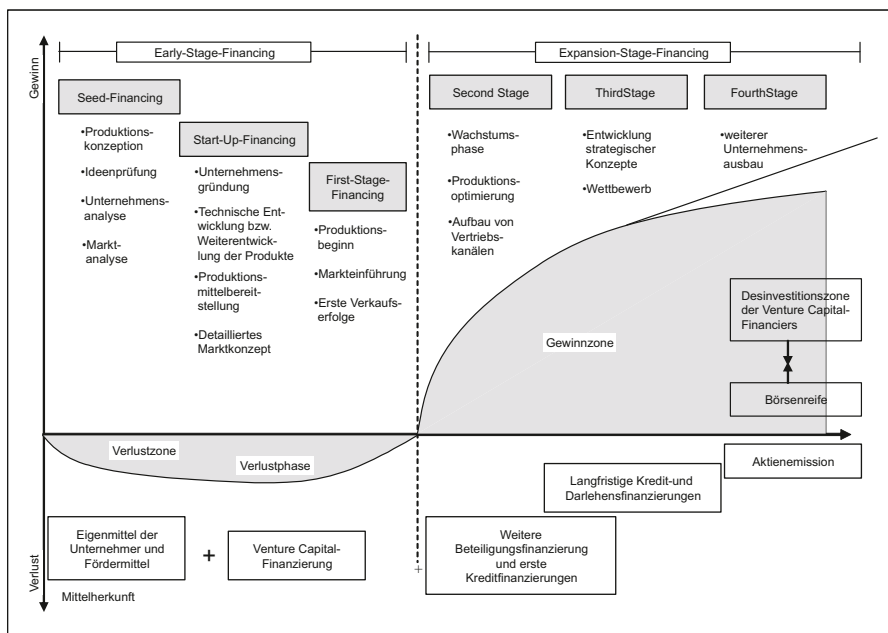


Abb. 2.23 Phasenschema einer idealtypischen Venture Capital-Finanzierung. (Quelle: Vgl. Schäfer 2002, S. 257; Busse 1996, S. 101; Rams und Remmen 1999, S. 688)

Die **Seed-Financing-Phase** ist die Phase der intensiven Auseinandersetzung mit einer möglichen Unternehmensgründung. In dieser Zeit wird das Unternehmenskonzept entwickelt, Markt- und Wettbewerberanalysen durchgeführt, die Existenzgründung vorbereitet, Produktentwicklungen zur Marktreife entwickelt, Finanzierungsquellen eruiert etc. Die Mittelaufbringung erfolgt fast ausschließlich durch den Existenzgründer in Form von Eigenmitteln. Das notwendige Kapital kann in dieser Phase um Förder- und Bankkredite ergänzt werden. Die Finanzierung durch Eigenkapital überwiegt, die durch Fremdkapital ist i. d. R. äußerst gering. Eine Beteiligungsfinanzierung mit Venture Capital ist möglich, aber in der Praxis eher selten. Das Risiko für Fremd- und Beteiligungskapital ist sehr hoch, mögliche Renditen für Eigenkapitalgeber aber auch.

Nach der Phase des Seed-Financing folgt die Phase des **Start-Up-Financing**. Sie ist geprägt von der eigentlichen formaljuristischen Unternehmensgründung. In dieser Phase werden umfassende Unternehmenskonzepte im Bereich Beschaffung, Produktion und Absatz entwickelt und ansatzweise umgesetzt. In dieser Entwicklungsphase, die allerdings finanztechnisch noch sehr stark durch öffentliche Förderungen geprägt ist, können erste Venture Capital-Finanzierungen durchgeführt werden.

Die anschließende Phase ist die des **First-Stage-Financing**. In dieser Unternehmenslebensphase beginnen die Produktion und auch der Vertrieb. Lagerbestände werden aufgebaut, die Produkte weiterentwickelt und verbessert. Der notwendige Kapitalbedarf ist entsprechend hoch.

Frühphasen-Finanzierungen sind mit hohen Risiken verbunden. Ein hoher Betreuungsaufwand verursacht zudem entsprechende Kosten. Venture Capital-Gesellschaften erwarten von Frühphasen-Investments Renditen mit einem Risikoaufschlag. Dabei müssen gut verlaufende Investments die Verluste der übrigen ausgleichen. „Entsprechend wird der Erwartungswert – als Produkt aus Ausprägung und Eintrittswahrscheinlichkeit – zwischen 20 und 30 % p.a. liegen“ (Rams und Remmen 1999, S. 688). Besonders Seed-Kapital führt in 2/3 aller Engagements nicht zum angestrebten wirtschaftlichen Erfolg. Die Seed- und die Start-Up-Finanzierung wird daher häufig von öffentlich-rechtlich motivierten Investoren begleitet und von staatlich geförderten Beteiligungsgesellschaften finanziert. In Deutschland steht Existenzgründern eine Vielzahl öffentlicher Förderprogramme zur Auswahl.

Die ersten drei Phasen sind mit hohen Investitionen und Unternehmensverlusten verbunden. Sobald diese Talsohle der Verlustphase durchschritten ist, die Fertigung begonnen hat und die Markteinführung erfolgreich verlaufen ist, gelangen die Unternehmen in die Gewinnzone. Die Unternehmensexpansion (Expansion-Stage-Financing) führt zu einem weiteren Finanzierungsbedarf.

Die Phase des **Second-Stage-Financing** ist geprägt vom Unternehmenserfolg. Der Umsatz entwickelt sich überdurchschnittlich, die Unternehmen haben die

Turn-around-Situation, der Substanzerhaltungs-Break-even-Punkt ist erreicht, Produktionsverbesserungen und Kostensenkungsmaßnahmen werden initiiert und zusätzliche Vertriebsaktivitäten eingeleitet. Kapital ist hier notwendig für das starke Unternehmenswachstum. Vornehmlich in dieser Phase stellen Venture Capital-Gesellschaften den Unternehmen hohe Finanzvolumina zur Verfügung. Auf dieses Marktsegment zielen die im deutschen Markt tätigen angelsächsischen Gesellschaften ab.

Die nächste Phase ist die **Third-Stage-Financing-Phase**. Das Unternehmen erwirtschaftet nun schon über eine längere Phase hinweg Gewinne. Die Eigenkapitalsituation ist äußerst stabil. Das Unternehmen entwickelt neue Wettbewerbsstrategien. Die Ausschöpfung der Marktpotenziale steht dabei im Vordergrund. Unterstützt wird diese Unternehmensphase durch langfristige Kreditfinanzierungen.

Mit Beginn der sechsten Unternehmensphase (**Fourth-Stage-Financing**) haben Venture Capital-Gesellschaften ihre Rolle als Berater und Finanzier erfüllt. In dieser Phase, die für die Unternehmen einhergeht mit dem weiteren Ausbau von Marktanteilen und der Erschließung neuer Märkte und einer Stärkung der eigenen Wettbewerbsposition, bereiten die Venture Capital-Gesellschaften den Ausstieg vor (Desinvestition). Sie versuchen dann den Wertzuwachs des von ihnen investierten Kapitals durch einen Verkauf ihrer Geschäftsanteile z. B. an der Börse, nach erfolgreicher Börsenplatzierung, zu realisieren (vgl. Schäfer 2002, S. 256 ff.; Busse 1996, S. 100 ff.; Rams und Remmen 1999, S. 687 ff.).

Für die Beendigung des Beteiligungsverhältnisses kommen die folgenden Exit-Strategien in Betracht:

- **Buy Back:** Rückkauf der Beteiligungen durch die alten Gesellschafter,
- **Trade Sale:** Verkauf der Beteiligung an ein drittes Unternehmen i. d. R. an einen industriellen Investor,
- **Secondary Purchase:** Verkauf der Unternehmensanteile an einen anderen Finanzinvestor/ Venture Capital-Gesellschaft,
- **Initial Public Offering (IPO):** Einführung des Unternehmens an der Börse.

Mehr als 90 % des in Deutschland vergebenen Beteiligungskapitals stellen die im Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V. (BVK) organisierten Unternehmen zur Verfügung. Das Fondsvolumen der Mitglieder betrug 2009 insgesamt 36,5 Mrd. EUR. Die Bruttoinvestitionen des Gesamtmarktes nach Branchen verteilten sich in 2009 wie in Abb. 2.24 dargestellt.

Trends der vergangenen Jahre setzten sich in 2009 fort. Auf das Buy-out-Segment entfielen 48,0 % (vgl. Abb. 2.25). Der Anteil der Early-stage-Finanzierung stieg auf 16 % an. Expansions-Finanzierungen auf 21 %. Der Anteil der Later stage-

Bereiche (Replacement-Capital, Turnaround und Bridge) betrug 10 % (vgl. www.bvk-ev.de).

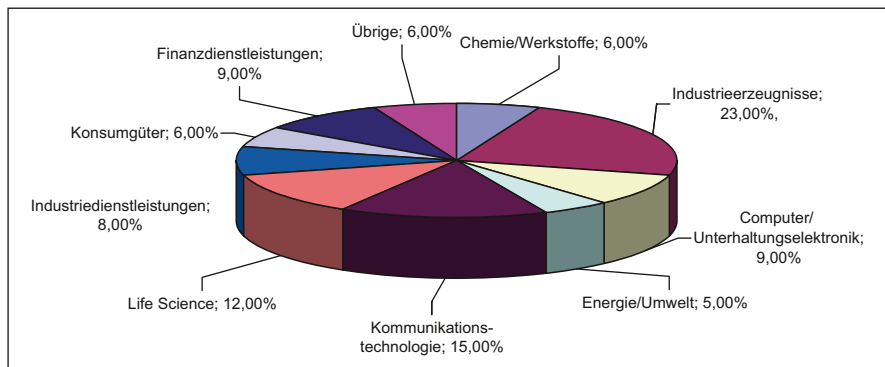


Abb. 2.24 Bruttoinvestitionen nach Branchen. (Quelle: Vgl. www.bvk-ev.de)

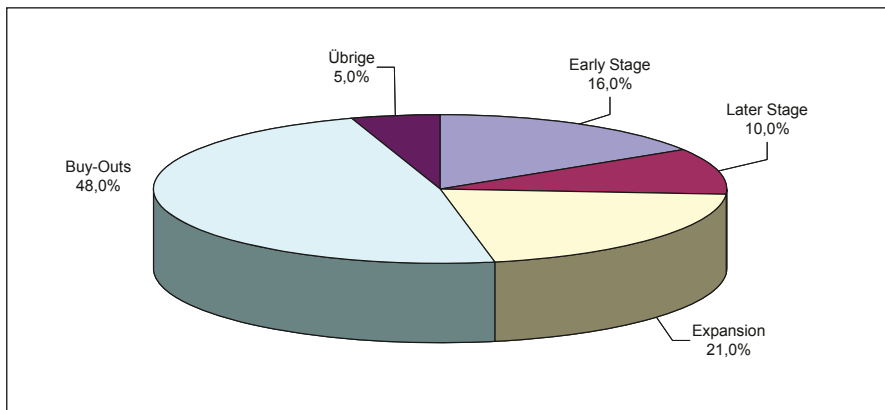


Abb. 2.25 Bruttoinvestitionen nach Phasen. (Quelle: Vgl. www.bvk-ev.de)

Im Jahr 2009 wählten die BVK-Mitglieder verschiedene Exit-Kanäle (vgl. Abb. 2.26), um sich von ihren Kapitalbeteiligungen zu lösen. 42,3 % entfielen auf Trade Sales, 1,0 % auf Initial Public Offering (IPO), 8,6 % durch Verkäufe nach Ablauf der Look-up-Periode (Erlöse nach vorherigem IPO), 4,2 % auf Rückzahlungen stiller Beteiligungen, 3,5 % auf Rückzahlungen von Gesellschafterdarlehen sowie insgesamt 28,8 % auf Verkäufe an andere Finanzinvestoren und Beteiligungsgesellschaften. 6,1 % waren Abgänge durch Totalverlust. Für 1,3 % konnte der Abgang nicht definiert werden (vgl. www.bvk-ev.de).

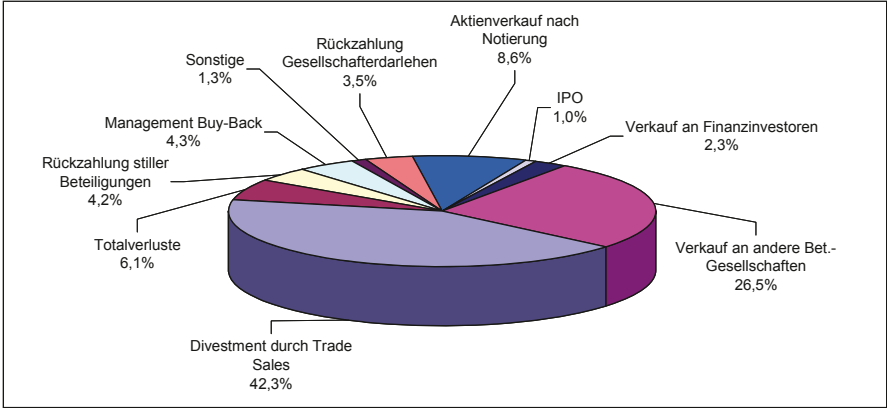


Abb. 2.26 Exit-Kanäle. (Quelle: Vgl. www.bvk-ev.de)

2.8.2 Business-Angel-Finanzierung

Business Angels sind Privatpersonen, die jungen Unternehmen Kapital und Know-how zur Verfügung stellen. Sie sind Investor und Mentor in einer Person. Business Angels sind i. d. R. Männer zwischen 40 und 50 Jahren und in der Geschäftsleitung eines eigenen oder fremden Unternehmens tätig (vgl. Abb. 2.27). Das Privatvermögen beläuft sich auf ca. 2,5–5,0 Mio. EUR, das Jahreseinkommen beträgt ca. 125.00–250.000 EUR (vgl. Wallisch 2009, S. 13).

Alter	48 Jahre
Geschlecht	96% männlich
Jahreseinkommen	125 -250 Teuro
Gesamtvermögen	2,5 -5 Mio Euro
Akad. Qualifikation	96% Hochschulabschluss
Unternehmerische Erfahrung	83% Selbständig, 73% Berater/ Coach
Beruflicher Hintergrund	98% kfm., 44% techn.
Durschn. Kapitaleinsatz	25.000 Euro -500.000 Euro

Abb. 2.27 Typische Charakteristika eines Business-Angels. (Quelle: <http://www.business-angel.ag/downloads> (15.02.2011))

Business Angels sind in der Seed- und Start-Up-Phase für wachstumsstarke Unternehmen geeignete Partner. Neben dem Beteiligungskapital (vgl. Abb. 2.28) verfügen sie über wertvolle Erfahrungen und Kontakte (vgl. Nittka 2000, S. 132).

Durch die BA-Kapitalbeteiligung reduzieren sich für den Existenzgründer die Kapitalkosten, die Liquidität wird geringer belastet, es ist keine persönliche Bürgschaft nötig, die Haftungsbasis verbessert sich, die Finanzierungslücke wird geschlossen und der Unternehmer erhält zusätzliche Kompetenz ohne Zusatzkosten. Während der Seed-Phase entsteht häufig ein „Equity Gap“, in der das Grundkapital des Gründers nicht ausreicht und Einnahmen noch auf sich warten lassen. In dieser schwierigen Unternehmensphase interessieren keine formellen Investoren, wie Venture Capital- Gesellschaften für das Jungunternehmen, da die Gründung noch nicht abgeschlossen wurde (vgl. Lehmeier und Leuner 2008, S. 307). Der Business Angel ist zu diesem Zeitpunkt ein idealer Teilhaber. Aber auch in den folgenden Phasen eines Unternehmenswachstums ist ein Business Angel ein nützlicher Partner. Bei der Beratung von Entscheidungen in Bezug auf die Finanzplanung, als Coach von organisatorischen Prozessen, als Mentor in persönlichen Belangen sowie als Vermittler und Akquisitionshelfer von Kunden und Geschäftspartnern. Besonders hilfreich ist ein Business Angel mit komplementären Fähigkeiten zum Gründer, da er so bestehende Schwächen und Kenntnislücken ausgleichen kann (vgl. Wallisch 2009, S. 14 f.). Das zeitliche Engagement ist am Anfang einer Beteiligung besonders intensiv und hoch, nimmt aber mit zunehmendem Alter und fortschreitender Phase des Unternehmens ab. Der Aufgabenbereich des Business Angels wandelt sich von aktiver Mitarbeit „hands-on-Betreuung“ in regelmäßige Kontrolle „hands-off -Betreuung“ (vgl. Löntz 2007, S. 21).

Hinsichtlich der zu entwickelnden Aktivitäten werden Business Angels in 6 Kategorien eingeteilt. **Entrepreneur Angels** tätigen Investitionen im Hinblick auf hohe Renditen, bieten langjährige Management-Erfahrung an, sind vermögende Personen, die i. d. R. älter sind als andere Angels und übernehmen häufig Mehrheitsanteile an Unternehmen. **Income seeking Angels** tätigen meist kleinere Investments, oft auch noch gemeinsam mit weiteren Business Angels. Ihre Investitionen zielen auf ein regelmäßiges Einkommen und Gewinn ab. Sie stellen dabei keine weiteren Skills oder Managementunterstützung zur Verfügung und achten auf eine geographische Nähe zum Unternehmen. **Wealth maximising Angels** sind wohlhabende, erfahrene Investoren, die versuchen, möglichst hohe Gewinne zu realisieren ohne aktiv ins Unternehmen einzugreifen, dabei tätigen sie oft verhältnismäßig hohe Investitionen. **Corporate Angels** sind aktive Unternehmer, die durch Investments ihr eigenes Unternehmen stärken, ihr Geschäftsfeld erweitern sowie Mehrheitsbeteiligungen erreichen wollen. Typisch sind Investments in Unternehmen mit hohen Renditeerwartungen oder in Gesellschaften, die Kapital sammeln und durch Fonds Beteiligungen durchführen. **Latent Angels** sind investitionserfahrene Angels, die jedoch in den vergangenen drei Jahren nicht mehr aktiv auf dem informellen Markt tätig waren. Außerdem sind sie wohlhabende Geschäftsleute, die die Nähe zur eigenen Region bevorzugen. **Virgin Angels** sind unerfahrene Angels, die bislang noch keine Investitionen vorgenommen haben, da sie bisher kein passendes Unternehmensprojekt gefunden haben. Die Latent-und Virgin Angels sind beide passive Investmentgeber, alle vier anderen sind aktive Angels (vgl. Franzen 2009, S. 4 f., Stedler und Peters 2002, S. 4 ff.).

In volkswirtschaftlicher Hinsicht ist die Business Angel-Finanzierung bedeutsam. In den USA investieren Privatpersonen ein Vielfaches des Volumens an Risikokapital, das von Venture Capital-Gesellschaften zur Verfügung gestellt wird. Amerikanische Privatpersonen investieren pro Jahr über ca. 25 Mrd. EUR in mehr als 200.000 Vorhaben (vgl. <http://www.business-angels.de/default.aspx/G/111327/L/1031/R/-1/T/131081/A/1/ID/134045/P/0/LK/-1>).

In Deutschland beträgt das jährliche potenzielle Investitionsvolumen ca. 3,5 Mrd. EUR. Die Zahl der aktiven Business Angels liegt in Deutschland bei ca. 5.000. Diese Privatinvestoren sind für Gründer bisher kaum erreichbar. Ein organisierter und transparenter Markt für privates Beteiligungskapital existiert bisher noch nicht. Der Markt für privates Beteiligungskapital funktioniert zurzeit über persönliche, informelle Netzwerke. Eines der ersten und bekanntesten Netzwerke ist BAND (Business Angels Netzwerk Deutschland) (vgl. www.buisness-angels.de).

Charakteristika	Business Angels (Entrepreneurial Approach)	Venture Capital-Geber (Financial Investor Approach)
Investierte Kapitalform	Persönliches Vermögen, unmittelbare Investition	Institutionelles Kapital, Investition über einen Fonds
Finanzierte Unternehmen	Kleine, junge Unternehmen	Große, reife Unternehmen
Zugang für Unternehmer	Bevorzugte Anonymität, Zugang über private Empfehlungen oder Investorenvereinigungen	Sichtbares und eigenständiges Auftreten am Markt
Beteiligungsauswahl und Investitionsgründe	Offenlegung an persönlichen Merkmalen und Fähigkeiten der Gründer sowie klaren Wettbewerbsvorteilen	Fertiges Produkt, Orientierung am Markt und der Industrie, gegebene Wettbewerbsvorteile, erfahrenes Team
Beteiligungsaufwand und Investitionsgründe	Orientierung an persönliche Merkmalen und Fähigkeiten der Gründer sowie klaren Wettbewerbsvorteilen	Fertiges Produkt, Orientierung am Markt und der Industrie, gegebene Wettbewerbsvorteile, erfahrenes Team
Geographischer Fokus	Häufig regional, Erreichbarkeit der Beteiligungsunternehmen innerhalb weniger Stunden	Regionaler bis internationaler Investitionsradius
Beteiligungsbedingungen	Verhandelbare und individuelle Investmentbedingungen	Häufig standardisierte Vorgaben mit geringen Anpassungsoptionen
Zusätzliche Leistungen	Operative Unterstützung und strategische Ausrichtung	Betreuung der Finanz- und Betriebsleitung

Abb. 2.28 Business Angels und formelle Venture-Capital-Geber. (Quelle: Wallisch, 2009, S. 31)

2.9 Buy-Out-Finanzierungen

2.9.1 Begriffliche Abgrenzung

Buy-Out ist ein Sammelbegriff für Übernahmetransaktionen einzelner Unternehmensbereiche oder ganzer Unternehmen. Das interne oder externe Management

bzw. die Mitarbeiter vollziehen den Schritt vom Angestellten zum Unternehmer. In der Praxis existieren verschiedene Formen des Buy-Out. Die wichtigsten werden im Folgenden erörtert.

2.9.2 Formen des Buy-Out

Management Buy-Out (MBO) kann folgenderweise definiert werden: „Form des Unternehmenskaufs, bei dem das existierende Management die Mehrheit der Anteile oder zumindest wesentliche Anteile des Unternehmens übernimmt und somit zum Miteigentümer bzw. Unternehmer wird“ (Lück 1989, S. 2). I. d. R. spielt die bisherige Führungscrew des zu veräußernden Unternehmens eine tragende Rolle (vgl. Assmann 1987, S. 1).

Die verschiedenen Konzepte des Buy-Out vermittelt Abb. 2.29.

Management Buy-Outs stellen eine Mischform zwischen Existenzgründungen und Tochtergründungen dar. Ehemalige Mitglieder übernehmen im Zuge eines MBOs die Leitung des Betriebes bzw. einzelner Betriebsteile und bringen diese in die Gründung eines neuen, rechtlich verselbständigten Betriebes ein. Bisherige Führungskräfte, die zuvor Angestellte des alten Unternehmens waren, werden zu Eigentümern des neu gegründeten Betriebes.

Führungskräfte, die ihr Unternehmen im Rahmen eines MBOs übernehmen, haben folgende Vorteile:

- Insider-Kenntnisse,
- Kenntnisse über Risiko- und Ertragsstrukturen,
- spezielle Informationen über Absatz- und Beschaffungsmärkte,
- Kenntnis der Mitarbeiter- und Organisationsstrukturen,
- Kenntnis über den Produktentwicklungsstand,
- Wissen um die finanzielle Verfassung der vorhandenen Geschäftsverbindungen,
- Branchenkenntnisse.

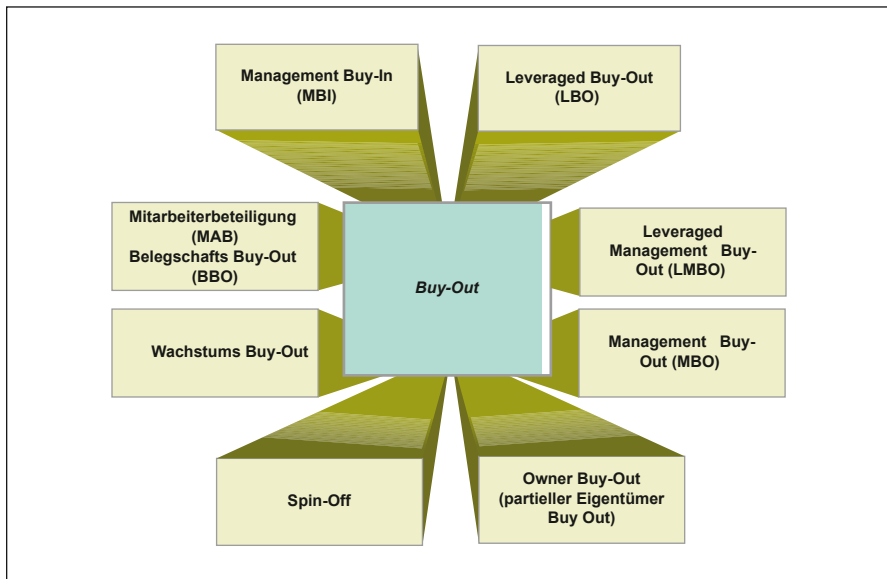


Abb. 2.29 Buy-Out-Konzepte

Ein **Leveraged Buy-Out (LBO)** ist definiert durch die besondere Form der Finanzierung. Es markiert den Erwerb eines Betriebes, dessen Finanzierung überwiegend durch Fremdkapital erfolgt, wobei die Tilgung der Fremdmittel durch den operativen Cashflow möglich sein muss. Den Leverage-Effekt nutzend, wird der Fremdkapitalanteil als Hebel auf die Eigenkapitalrendite genutzt, sofern die Gesamtkapitalrendite größer als der Fremdkapitalzins ist.

Beim **Leveraged Management Buy-Out (LMBO)** handelt es sich um eine Kombination aus MBO und LBO, wobei der vom Management entweder direkt oder indirekt gehaltene Anteil am Eigenkapital auf Grund der Größenordnung der Transaktion oftmals verhältnismäßig gering bleibt. Auf diesem Weg versuchen die Investoren vorhandenes Insiderwissen und Motivation des MBO-Managementteams zu nutzen. Darüber hinaus haben sie möglicherweise Zugriff auf Leistungen des Zielunternehmens, z. B. Know-how, Zulieferindustrie, Vertriebskanäle etc. (vgl. Lück 1989, S. 4).

Bei einem **Belegschafts Buy-Out (BBO)** werden dominierende Geschäftsanteile eines Unternehmens auf eine Vielzahl von Mitarbeitern übertragen. Im Gegensatz zu Belegschaftsaktien werden beim BBO im Normalfall die Mehrheit der Anteile en bloc kurzfristig auf die Belegschaft überschrieben. Bekannte Vorteile eines MBOs wie z. B. stärkere Motivation, erhöhte Identifikation, Gewinnbeteiligung etc. verteilen sich beim BBO auf einen weitaus größeren Personenkreis. Dies gilt aber auch für unternehmerische Risiken. BBOs werden häufig dann vorgenommen, wenn Unternehmen saniert werden müssen. In der Bundesrepublik kommen BBOs fast nur als so genannte letzte Alternative in Betracht, um wirtschaftlich in Schwierig-

keiten geratene Unternehmen wieder aufzufangen (vgl. Assmann 1987, S. 1; Honert 1995, S. 8; Lezius 1989, S. B14).

Beim **Management Buy-In (MBI)** erwirbt eine Gruppe externer Manager das Unternehmen ganz oder teilweise. Diese Variante wird bei Unternehmen angewandt, in denen kein funktionsfähiges Management vorhanden ist. Führungskräfte kaufen sich von außen als Geschäftsführer ein. Diese Form des Buy-Out kommt in den nächsten Jahren bei vielen Familienunternehmen in Betracht, wo neben dem ausscheidenden Unternehmer innerhalb des Unternehmens kein ausreichendes Managementpotenzial vorhanden ist (vgl. Lezius 1989, S. 14).

Unabhängig von den jeweiligen Motiven werden neu hinzukommende Manager in einem Unternehmen mit einer Vielzahl von Problemen und Risiken konfrontiert:

- Mangelhafte Produkt- und Marktkennntnis,
- Unkenntnis über innerbetriebliche Strukturen und Prozesse,
- Aufgabe einer guten Position in einem andern Unternehmen,
- Anpassungsprobleme,
- keine Kooperationswilligkeit mit der neuen Führung bei den bisherigen Führungskräften,
- falsche Beurteilung des Ertragspotenzials,
- keine Verfügbarkeit von Insider-Informationen über den tatsächlichen Status quo eines Unternehmens.

Spin-Offs sind eine Form des Buy-Out, bei denen Aktiva, also Substanzwerte eines Unternehmens, ausgegliedert und verselbständigt werden. Er findet fast ausschließlich in Konzernunternehmen statt. Spin-Off-Unternehmen sollen Innovationen, die innerhalb eines Unternehmens keinen Raum finden, durch organisatorische Zellteilung in Form einer wirtschaftlichen und rechtlichen Neugründung zu Unabhängigkeit und zu betriebswirtschaftlichen Erfolgen führen. Mit dieser Vorgehensweise ist es möglich, neues Marktpotenzial außerhalb des Konzerns zu erschließen. Des Weiteren kann eine Risikoverlagerung oder sogar eine finanzielle Auslagerung und Durchführung der Konzernstrategie der Muttergesellschaft erfolgen. Die Verselbstständigung kann dabei traditionell als Buy-Out oder als so genannter „**Sponsored Spin-Off**“ vollzogen werden, dabei handelt sich dann um eine Neugründung im ursprünglichen Sinne. Häufig erfolgt eine finanzielle und wirtschaftliche Unterstützung des Spin-Off durch die Muttergesellschaft.

Eine Gemeinsamkeit von MBOs und Spin-Offs ist die Erreichung unternehmerischer Selbständigkeit des vorher unselbständig beschäftigten Managements. Erheblich eingeschränkt wird sie allerdings bei großen Eigenkapitalbeteiligungen externer Investoren sowie hohem Fremdkapitalanteil. Beim Spin-Off handelt es sich um eine originäre Unternehmensneugründung (vgl. Boxberg 1989; Ballwieser und Ramke 1990, S. 23).

Beim **Wachstums Buy-Out** erfolgt im Gegensatz zum Spin-Off keine Ausgliederung eines Unternehmensteils, sondern es wird ein Buy-Out-Kandidat, welcher der Konzernstrategie entspricht, angegliedert. Dies erfolgt entweder durch ein MBI oder mittels Finanzierung eines MBO durch das bestehende Management. Folgende Gründe hierfür lassen sich nennen:

- Ausnutzung vorhandenen Synergiepotenzials der Zusammenarbeit mit dem Zielunternehmen (z. B. Forschung, Entwicklung, Produktion, Vertrieb etc.),
- Stärkung bzw. Ausweitung eigener Marktanteile (durch Diversifikation oder Übernahme eines Konkurrenten),
- Nutzung von Potenzialen des Zielunternehmens (Patente, Standorte, Lizenzen),
- Verbesserung eigener Ratings am Kapitalmarkt (vgl. Wagner 1989, S. 82).

Als **Partieller Eigentümer Buy-Out (Owner Buy-Out)** wird der Übergang der Geschäftsanteile an eine Erwerbergesellschaft bezeichnet, an der wiederum der Veräußerer beteiligt ist. Der Verkäufer gestaltet dabei maßgeblich den Anteilsübergang und die Kapitalstruktur. Zur Nachfolgeregelung unter Integration einer Managementbeteiligung bietet sich dieses Modell an (vgl. Urbanek und von Bismarck 1997, o. S.).

Die **Mitarbeiterbeteiligung (MAB)** umfasst verschiedenste Formen der Beteiligung von Mitarbeitern am oder im Unternehmen. Die Mitarbeiterdefinition ist dabei breit angelegt, sie reicht vom Arbeiter bis zu den Führungskräften. Diese Beteiligung kann materiell oder immateriell erfolgen.

Ein MBO ist gleichzeitig immer eine Mitarbeiterbeteiligung, wobei eine Mitarbeiterbeteiligung nicht in jedem Fall ein MBO darstellt. Die MAB zielt auf eine stärkere Beteiligung von Arbeitnehmern am Produktivvermögen ab (vgl. Wagner 1991, S. 190; Merchel 1990, S. 42).

2.9.3 Übernahme durch MBO

2.9.3.1 Bewertungskriterien für MBO-Kandidaten

Die Beurteilung potenzieller MBO-Kandidaten geschieht durch die Würdigung verschiedener Kriterien. Ergebnis ist dann ein umfassendes Gesamtbild aus Einzelbewertungen und einer Gesamtbewertung.

Im Allgemeinen sind „No-Tech-“ und „Low-Tech-Unternehmen“ gut für MBOs geeignet. Im Gegensatz dazu haben „High-Tech-Unternehmen“ große Finanzierungserfordernisse und inhärente Risiken, so dass die Planbarkeit und Verfügbarkeit des Cashflows und damit gleichzeitig die Fremdfinanzierung des Kaufpreises von vornherein stark eingeschränkt sind.

Hervorragende Kriterien für MBOs repräsentieren stabile Produkte und Märkte mit überschaubarem Wettbewerb. Die Unternehmensbeurteilung sollte auf „Stand-

Alone-Basis“ mit hervorragendem Management über die nächsten 3–5 Jahre vorgenommen werden. Eine gute Basis für ein MBO ist gegeben, wenn die Markt-, Produkt- und Wettbewerbssituation national als auch international eine positive Entwicklung erkennen lassen.

In der Vergangenheit kann die Gewinnentwicklung unter den ehemaligen Eigentums- und Managementverhältnissen gelitten haben. Aus diesem Grunde ergeben sich oftmals günstige Einstiegskonditionen, die für die Zukunft eine neue Entwicklung mit entsprechender Erhöhung des Unternehmenswertes einleiten. Solche Konstellationen sind typische Chancen für einen aussichtsreichen MBO.

Bestehende Abhängigkeiten von und Beziehungen zu Kunden und Lieferanten sollten exakt analysiert werden. Für eine korrekte Beurteilung ist wichtig, ob das jeweilige MBO-Unternehmen seine Finanzierungserfordernisse über das Jahr verteilt oder ob eine starke Abhängigkeit von Saisonartikeln (z. B. Feuerwerkskörper, Sonnenbrillen, Bekleidung etc.) besteht. Derartige Faktoren würden den Fremdfinanzierungsspielraum bei MBOs reduzieren.

Unbefriedigende Entwicklungen von Familiengesellschaften haben ihre Ursache vielfach in Defiziten im Management und der Organisationsstruktur. Wenn ein solcher Zustand über mehrere Jahre angehalten hat, ist die Frage zu stellen, wie schnell und mit welchem Risikopotenzial ein solches Unternehmen wieder belebt werden kann, um an hervorragende Produkte der Vergangenheit anzuknüpfen. Ebenfalls ist es unabdingbar zu prüfen, inwieweit Teamfähigkeit und Motivation des Mittel-Management wiederhergestellt werden können oder ob es erforderlich ist, eine neue Mannschaft mit entsprechenden Risiken, Kosten und Zeitverzögerungen aufzubauen.

Ein planbarer **Cashflow** ist die elementare Voraussetzung für ein gutes MBO-Unternehmen. Der Cashflow ist bei einem MBO das Maß aller Dinge, da der fremdfinanzierte Teil der Transaktion aus dem Unternehmen dargestellt wird und entsprechend bedient werden muss. Bei der Ertragsfähigkeit des Unternehmens ist es deshalb von enormer Bedeutung, dass bei der Beurteilung der Ertragsfähigkeit realistische Kriterien angesetzt werden, die sowohl interne als auch externe Faktoren angemessen berücksichtigen. Der verplanbare und somit fix zu kalkulierende Cashflow für Zinsen und Tilgungen ist die Basisgröße zur Ermittlung des Kaufpreises des Unternehmens und die Finanzierungsstruktur des MBO. Entscheidende Parameter für die Cashflow-Planung sind neben Umsätzen und Kostenentwicklung die erforderlichen Investitionen, um das Unternehmen auch mittelfristig attraktiv gestalten zu können. Gerade in den ersten beiden Jahren nach einem erfolgten MBO gelten sehr strenge Kriterien (vgl. <http://www.management-buyout.com>) hinsichtlich der Investitionserfordernisse, die das Finanzierungsrisiko minimieren sollen.

Ein weiteres wesentliches Argument für die MBO-Fähigkeit ist die **allgemeine Vermögenslage** des Unternehmens. Umfangreicher Grundbesitz kann unnöti-

gerweise den Kaufpreis erhöhen. Des Weiteren können Vorratsvermögen und Forderungen überhöht sein. Eventuell können bereits durch den Verkauf von Anlagevermögen oder durch eine Reduzierung des Umlaufvermögens Zahlungseingänge und damit gleichzeitig ein Abbau der Fremdverbindlichkeiten vorgenommen werden. Bei betriebsnotwendigem Anlagevermögen gibt es eventuell die Möglichkeit der Sale-and-Lease-Back-Transaktion. Auf der Passivseite sind besonders bestehende Bankverbindlichkeiten beachtenswert, da diese Verbindlichkeiten bei einer MBO-Finanzierung zusätzlich zur Kaufpreisfinanzierung bewältigt werden müssen. Bei Rückstellungen ist darauf zu achten, inwieweit diese in den nächsten Jahren liquiditätswirksam werden können (vgl. Lütjen 1992, S. 117).

2.9.3.2 Durchführung eines MBO

Die Abwicklung eines MBO kann auf unterschiedliche Weise vollzogen werden. Wenn das zu übernehmende Unternehmen in der Rechtsform einer GmbH auftritt, sind nachfolgende Vorgehensweisen zu nennen (vgl. Hoffmann und Ramke 1992, S. 125):

- Asset Deal (MBO durch den Erwerb von Vermögensgegenständen an einer Ziel-GmbH),
- Share Deal (MBO mittels Erwerb von Anteilen der Ziel-GmbH),
- Fusions Deal (MBO durch den Erwerb von Anteilen der Ziel-GmbH und späterer Verschmelzung mit der Übernahmeholding),
- Step Deal (MBO durch Erwerb von Anteilen der Ziel-GmbH und anschließendem Erwerb der Vermögensteile).

2.9.3.3 MBO-Finanzierung

Normalerweise sind **Verkäufer, Käufer und Finanziers** bei einem Management Buy-Out beteiligt. Ein optimiertes Zusammenwirken dieser Gruppen ist für einen erfolgreichen MBO erforderlich. Häufig wird für diese Zwecke eine MBO-Technik angewandt, bei der eine vom Management gegründete und gemeinsam mit anderen Investoren finanzierte GmbH das Zielunternehmen erwirbt. Haftungsbeschränkung, praktikable Handhabung unterschiedlicher Gesellschaftsgruppen und steuerliche Vorteile machen ein solches Vorgehen notwendig. Des Weiteren hat die jeweilige Rechtsform der Zielgesellschaft weitreichende Implikationen hinsichtlich der optimalen Gestaltung des Erwerbs (vgl. Leimbach 1991, S. 450).

Das Modell in Abb. 2.30 zeigt schematisch einen **Asset Deal**, bei dem das Anlagevermögen des Zielunternehmens erworben wird und aus dieser Position heraus die erforderliche Kreditsicherung erfolgt.

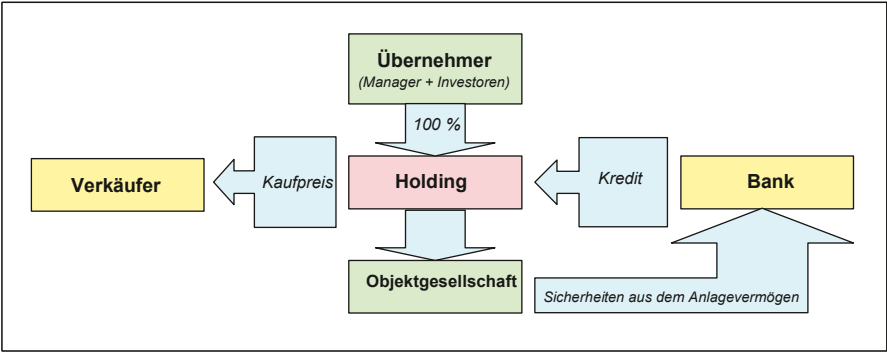


Abb. 2.30 Modell eines MBOs durch Zwischenschaltung einer Holding in Form eines „Asset Deals“

Bei dem Asset Deal wird zunächst das Anlagevermögen des Zielunternehmens erworben, es stellt dann die erforderlichen Kreditsicherheiten. Bei der Finanzierung eines MBOs sind neben dem Kaufpreis die Kosten für Berater, Beteiligungsgesellschaften und kreditgebende Banken zu berücksichtigen. Zudem erhöhen Betriebsmittelkredite und die zu übernehmenden Bankkredite den Finanzierungsbedarf.

Eine solide Finanzierung ist Voraussetzung für die Durchführung eines MBO. Grundsätzlich werden hierfür Individualkonzepte zusammengestellt. Die Bedienung der Fremd- und Eigenkapitalgeber mit Zins, Tilgung und Gewinn muss auch in konjunkturellen Abschwungphasen gesichert sein.

Die Abb. 2.31 bietet einen Überblick über die Anbieter der unterschiedlichen Kapitalformen und ihre durchschnittlichen Renditeerwartungen.

Struktur	Zielrendite	Finanzquellen
60 % Senior Debt	10 %	Kreditinstitute
20 - 30% Mezzanine Money	15 - 25%	Kreditinstitute Mezzanine-Fonds
10 - 20% Eigenkapital	25 - 45%	Venture Capital-Ges. LBO-Fonds etc

Abb. 2.31 Finanzierungsstruktur bei Buy-Out Transaktionen. (Quelle: Schäfer 2002, S. 265)

Senior Debt ist vorrangig gesichertes Fremdkapital und daher am wenigsten ausfallgefährdet. Die Vermögensgegenstände der Objektgesellschaft dienen der Absicherung. Die Beleihungsgrenzen der deutschen Kreditwirtschaft (50–80 %) defi-

nieren den jeweiligen Kreditrahmen. Aufgrund der erstklassigen Absicherung wird Fremdkapital zu günstigen Konditionen zur Verfügung gestellt. Die Kreditlaufzeit ist langfristig und bewegt sich zwischen 5 und 15 Jahren. Kreditgeber sind in der Regel Kreditinstitute.

Mezzanine Money ist unbesichertes oder nachrangig abgesichertes Fremdkapital. Das Risiko, insbesondere das Ausfallrisiko, ist hoch. Daher verlangen Kreditgeber einen entsprechend hohen Risikoaufschlag neben den Sollzinsen.

Die Renditen der Kapitalgeber können bis zu 45 % betragen (vgl. Schäfer 2002, S. 266).

2.9.3.4 Kaufpreisermittlung, Bewertung und Vertragsbedingungen

Aufgrund stark unterschiedlicher Situationen des Verkäufers und Käufers existieren zahlreiche steuerliche und rechtliche Strukturierungsmöglichkeiten, die für die Beteiligten zu entsprechend divergierenden Ergebnissen führen können. Daraus können zusätzliche Handlungsspielräume resultieren, die sich auf die Kaufpreisverhandlungen und Finanzierungsmöglichkeiten auswirken können. Zentrales Moment eines MBO ist der Kaufpreis. Ein Unternehmen kann nur zu sehr guten Konditionen verkauft werden, wenn der Verkauf durch das Management unterstützt wird. Bei einem MBO können häufig die letzten 10–20 % des Kaufpreises durch den Verkäufer nicht erzielt werden. Neben dem Kaufpreis sind sonstige Übernahmebedingungen bedeutend. Bei der Kaufpreisermittlung werden in der Praxis häufig folgende Bewertungsverfahren berücksichtigt:

Ertragswertmethode

Bei der Ertragswertmethode wird davon ausgegangen, dass sich der Unternehmenswert aus der Fähigkeit des Unternehmens ergibt, in der Zukunft Überschüsse zu erwirtschaften. Hierbei handelt es sich um eine Prognose, die sich auf Erfahrungswerte stützt. In der Praxis hat sich bewährt, dass als Kaufpreis der nachhaltige Gewinn vor Steuern und vor Belastung aus der MBO-Struktur mit einem Faktor von ca. 4 bis 6 multipliziert wird, wobei die Anpassung des Wertes in Bezug auf die strategische Positionierung des Unternehmens, seine mögliche Dynamik in der Zukunft sowie die Höhe der Fremdverschuldung erfolgt.

Substanzwertmethode

Mit Hilfe der Substanzwertmethode werden die relevanten Kosten ermittelt, die bei der Neuerrichtung des vorhandenen Unternehmens aktuell anfallen würden. Der Substanzwert errechnet sich als Buchwert, erhöht um die stillen Reserven auf der Aktiv- und der Passivseite. Lange Zeit war der Substanzwert die wichtigste Orientierungsgröße. Zwischenzeitlich hat sich allerdings durchgesetzt, dass der Substanzwert in Ausnahmefällen ein Korrektiv für den Ertragswert sein kann, also nur eine Hilfsfunktion übernimmt.

Strategischer Wert

Strategische und damit langfristig orientierte Werte sollten grundsätzlich nur bedingt in Ansatz gebracht werden, es sei denn, dass das Unternehmen offenkundig schlecht geleitet wurde und sich aus Sicht des neuen Management und der neuen Konstellation andere Möglichkeiten ergeben, die einen höheren nachhaltigen Ertrag als geplant realisierbar und begründet erscheinen lassen.

Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)

Bei MBOs hat sich mittlerweile die EBIT-Betrachtungsweise durchgesetzt. EBIT bedeutet, dass der Unternehmenswert unabhängig von der vorhandenen Finanzierungsstruktur des Unternehmens festgestellt wird. Der Gewinn vor Steuern wird bei dieser Vorgehensweise um die vorhandenen Fremdfinanzierungszinsen erhöht (deshalb Before Interest), um den Gesamtwert des Unternehmens inklusive Fremdfinanzierung zu ermitteln. Der Gesamtunternehmenswert wird somit unabhängig von vorhandenen Finanzierungsstrukturen festgestellt, um anschließend durch Abzug der bestehenden Bankverbindlichkeiten den Kaufpreis zu errechnen (vgl. Niemann 1995, S. 53 ff.).

Finanzmanagement

Lehr- und Praxisbuch für Investition, Finanzierung und
Finanzcontrolling

Prätsch, J.; Schikorra, U.; Ludwig, E.

2012, XIII, 399 S. 277 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-642-25390-4