

**IWW-Studienprogramm**

**Vertiefungsstudium**

**Modul IV**

**Finanzmanagement**

von

Univ.-Prof. Dr. Michael Bitz

# I. Gliederung

## 1. Finanzwirtschaftliche Grundbegriffe

- 1.1 Das Unternehmen als System von Zahlungsströmen
- 1.2 Mittelherkunft und –verwendung
- 1.3 Konzepte zur Darstellung und Ermittlung von Innenfinanzierungs- und Cash-Flow-Größen
- 1.4 Gestaltungsfelder des Finanzmanagements

## 2. Cash-Flow-Management

- 2.1 Cash-Flow-Management im engeren Sinne
  - 2.1.1 Vorüberlegungen
  - 2.1.2 Beeinflussung leistungsbezogener Einzahlungen
  - 2.1.3 Verkauf von Forderungen
  - 2.1.4 Leistungsbezogene Auszahlungen
- 2.2 Jahresabschlusspolitik und Cash-Flow-Management
  - 2.2.1 Problemstellung
  - 2.2.2 Jahresabschlusspolitik im engeren Sinne
  - 2.2.3 Rücklagenpolitik
- 2.3 Zusammenfassender Überblick

## 3. Fremdfinanzierung

- 3.1 Erscheinungsformen der Fremdfinanzierung
  - 3.1.1 Der Idealtyp eines Fremdfinanzierungskontraktes
  - 3.1.2 Variantem zum Idealtyp der Fremdfinanzierung
  - 3.1.3 Resümee und Ausblick
- 3.2 Effektivzinsberechnungen
- 3.3 Leasings als Finanzierungsinstrument
  - 3.3.1 Operate- und Finanzierungsleasing
  - 3.3.2 Grundtypen des Finanzierungsleasing
  - 3.3.3 Steuerliche und bilanzielle Behandlung von Leasingverträgen
  - 3.3.4 Wirtschaftliche Beurteilung von Leasingangeboten

## 4. Eigenfinanzierung am Beispiel der Aktienaussgabe

- 4.1 Vorüberlegungen
- 4.2 Ausgestaltungsformen von Aktien
  - 4.2.1 Einführung
  - 4.2.2 Nennwert- und Stückaktien
  - 4.2.3 Inhaber- und Namensaktien
  - 4.2.4 Stamm- und Vorzugsaktien
  - 4.2.5 Die Stimmberechtigung von Aktien

#### 4.2.6 Zahlung der Einlage

### 4.3 Aktienaussage und –handel

#### 4.3.1 Die erstmalige öffentliche Aktienaussage

#### 4.3.2 Laufender Aktienhandel an Wertpapierbörsen

### 4.4 Die Ausgabe junger Aktien bei börsennotierten Aktiengesellschaften

#### 4.4.1 Anlässe zur Ausgabe junger Aktien

#### 4.4.2 Ausgabe von Gratisaktien und nominelle Kapitalerhöhung

#### 4.4.3 Kapitalerhöhungen gegen Einlagen

## Lösungen zu den Übungsaufgaben

## II. Vorbemerkungen und Lehrziele (gekürzt)

Der vorliegende Studententext baut unmittelbar auf den Kapiteln 1 und 2 des Grundlagenmoduls 3 über „Finanzierung und Investition“ auf. Wir werden einige der dort behandelten Inhalte im Folgenden noch einmal wiederholen. Dennoch sollten Sie dieses Grundlagenmodul bei der Lektüre der folgenden Ausführungen zur Hand haben, um bei Bedarf die eine oder andere Stelle nachlesen und gelegentliche Rückverweise nachvollziehen zu können. Außerdem sollten Sie auch mit den Inhalten der Grundlagenmodule 2 und 5 über „Buchhaltung“ und „Jahresabschluss“ hinlänglich vertraut sein.

Inhaltlich gliedert sich der Studententext in vier große Blöcke. Im ersten Kapitel führen wir Ihnen unter Rückgriff auf das Grundlagenmodul 3 das Unternehmen noch einmal als „System von Zahlungsströmen“ vor Augen und verdeutlichen die für das Folgende maßgeblichen Grundbegriffe. Im zweiten Kapitel machen wir Sie mit den wichtigsten Teilkomponenten des Cash Flow Managements vertraut. Das dritte Kapitel ist dann den grundlegenden Instrumenten der Fremdfinanzierung gewidmet, wobei wir insbesondere dem Leasing etwas breiteren Raum widmen. Im vierten Kapitel beschäftigen wir uns schließlich nach einigen einführenden Überlegungen zur Eigenfinanzierung im Allgemeinen speziell mit den Möglichkeiten der Aktienaussage bei börsennotierten Gesellschaften.

Nach der gründlichen Lektüre des einführenden **ersten Kapitels** sollen Sie in der Lage sein,

- das Unternehmen als System von Zahlungsströmen darzustellen,
- die Begriffe „Innenfinanzierung“, „Cash Flow“ und „Außenfinanzierung“ zu erläutern und für einfache Beispiele konkret zu berechnen,
- die Vor- und Nachteile verschiedener Darstellungsmethoden des Cash Flow zu erläutern und gegeneinander abzuwägen,

- Ziele und Aktionsfelder des Finanzmanagements überblicksartig zu umreißen.

Das **zweite Kapitel** ist dem Cash-Flow-Management als einem wichtigen Teilbereich des Finanzmanagements gewidmet.

Das Studium des **Abschnitts 2.1** soll Sie in die Lage versetzen,

- die finanzwirtschaftlich geprägten Instrumente zur Beeinflussung der primär realwirtschaftlich bedingten Einzahlungen zu beurteilen,
- die wichtigsten Instrumente der Finanzierung durch die Abtretung von Forderungen darzustellen, sowie
- die entsprechenden Instrumente zur Beeinflussung leistungswirtschaftlich verursachter Auszahlungen darzustellen.

Nach dem Studium des **Abschnitts 2.2** sollen Sie zudem die Bedeutung der Jahresabschluss- und der Rücklagenpolitik für das Cash-Flow-Management darstellen können.

Das **dritte Kapitel** vermittelt Ihnen einen Überblick über die wichtigsten Instrumente der Fremdfinanzierung.

Nach dem Studium von **Abschnitt 3.1** sollen sie in der Lage sein, einen im Studientext definierten Idealtyp der Fremdfinanzierung an Hand der damit verbundenen Zahlungsströme zu charakterisieren,

Die Lektüre von **Abschnitt 3.2** soll Sie in die Lage versetzen, das Konzept von Effektivzinsberechnungen nach der AIBD-Methode selbst durchzuführen, und die Schwächen dieses Konzepts zum Vergleich verschiedener Finanzierungsmöglichkeiten zu erläutern.

**Abschnitt 3.3** beschäftigt sich mit der finanzwirtschaftlichen Analyse von Leasingangeboten im Vergleich zum kreditfinanzierten Kauf.

Im **vierten Kapitel** erhalten Sie nach einigen Vorüberlegungen einen ausführlichen Einblick in die Möglichkeiten großer börsennotierter Publikums-Aktiengesellschaften, sich durch die Ausgabe „junger“ Aktien zu finanzieren.

Nach der Lektüre der einleitenden **Abschnitte 4.1** und **4.2** sollen Sie in der Lage sein, die Bedeutung der Rechtsform für die Eigenfinanzierung zu erläutern und die verschiedenen Ausgestaltungsformen von Aktien systematisch darzustellen.

Nach dem Studium von **Abschnitt 4.3** sollen Sie die grundlegenden Probleme und die Gestaltungsformen bei der erstmaligen öffentlichen Ausgabe von Aktien erläutern können.

Weiterhin sollen Sie in der Lage sein, die Funktionen des laufenden Börsenhandels zu erläutern, die durch den Computerhandel möglich gewordene Intensivie-

rung börsenmäßiger Handelsaktivitäten darzustellen sowie die Bedeutung von Arbitragegeschäften für die Kursbildung aufzuzeigen.

Das Studium des **Abschnitts 4.4** schließlich soll sie in die Lage versetzen, verschiedene Anlässe zur Ausgabe junger Aktien zu erläutern und voneinander abzugrenzen sowie Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen nominellen Kapitalerhöhungen und Aktiensplittings herauszuarbeiten.

Weiterhin sollen sie den mit einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen verbundenen Verwässerungseffekt beschreiben, die Bedeutung des Bezugsrechts erläutern sowie das Konzept der opération blanche allgemein darzustellen und konkrete Berechnungen selbständig vornehmen können.

### III. Leseproben

⋮

#### 3.3.2 Grundtypen des Finanzierungsleasing

Beim Finanzierungsleasing von Mobilien haben sich im Laufe der Zeit zwei grundlegende Vertragsvarianten herausgebildet, die als Voll- und Teilamortisationsverträge bezeichnet werden. **Vollamortisationsverträge** sind dadurch gekennzeichnet, dass die während der Grundmietzeit fest vereinbarten Leasingraten allein zu einer vollen Amortisation des Leasingobjektes führen, also sowohl dessen Anschaffungs- oder Herstellungskosten als auch die laufenden Zins- und Verwaltungskosten des Leasinggebers abdecken. Bei **Teilamortisationsverträgen** decken die während der Grundmietzeit anfallenden Leasingraten demgegenüber die genannten Kosten nicht voll ab. Eine vollständige Amortisation wird allerdings auch bei diesen Verträgen erreicht, und zwar durch zusätzliche Vereinbarungen über die weitere Verwendung des Leasingobjektes nach Ablauf der Grundmietzeit und etwaige Abschlusszahlungen des Leasingnehmers.

Für die Beurteilung von Leasingangeboten ist – neben der Höhe der laufenden Leasingraten – bedeutsam, welche Regelungen für die Zeit nach Ablauf der Grundmietzeit vorgesehen sind. Die überwiegende Zahl der in der Praxis anzutreffenden Verträge folgt einem der sechs durch die **Leasingerlasse** von 1971 und 1975 geprägten Modelle, die sich auch im internationalen Bereich in ähnlicher Weise finden lassen. Diesen Vorgaben entsprechend findet man bei **Vollamortisationsverträgen** für das Ende der Grundmietzeit die drei Varianten, dass

- das Objekt an den Leasinggeber zurückgegeben ist und von diesem beliebig verwendet werden kann (**einfache Rückgabe**) oder

- der Leasingnehmer das Objekt zu einem zuvor festgelegten Preis kaufen kann, aber nicht muss (**Kaufoption**), oder
- der Leasingnehmer das Objekt zu einer ebenfalls zuvor schon festgelegten (niedrigeren) Anschlussmiete weiter mieten kann, aber nicht muss (**Mietverlängerungsoption**).

Eine „hinlängliche Betroffenheit“ sieht der Erlassgeber dabei dann noch als gegeben an, wenn

- das Objekt am Ende der Grundmietzeit noch eine wirtschaftlich spürbare Restlebensdauer hat, und
- bei Verträgen mit Option der zuvor festgelegte Kaufpreis bzw. die Anschlussmiete eine solche Höhe aufweist, dass die Entscheidung des Leasingnehmers, die Option auszuüben, nicht schon so gut wie sicher „vorprogrammiert“ ist, sondern es eines „echten“, von den konkreten Gegebenheiten des Einzelfalls abhängigen Entscheidungskalküls bedarf.

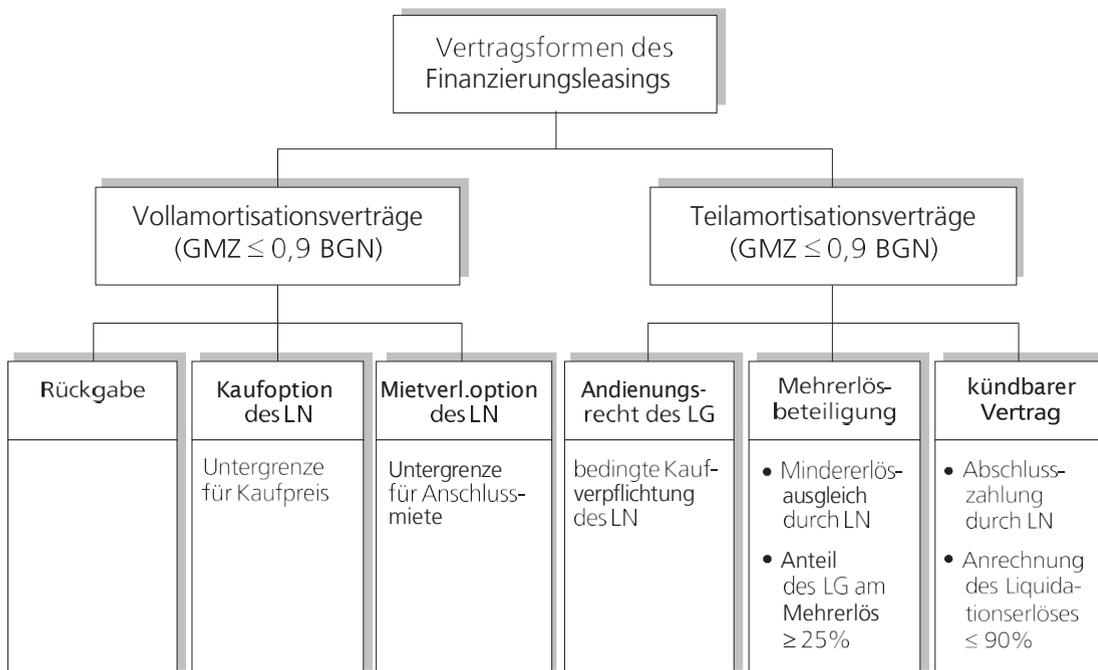
In Konkretisierung dieser beiden Kriterien wird in dem entsprechenden Erlass zunächst festgelegt, dass die Grundmietzeit erlasskonformer Leasingverträge generell nicht 90 % der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer übersteigen darf; andernfalls ist das Objekt steuerlich von Anfang an dem Leasingnehmer zuzurechnen. Für Verträge mit einer Optionsklausel werden zudem Untergrenzen für Kaufpreis bzw. Anschlussmiete definiert, die sich nach der Höhe der Anschaffungskosten und der „betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer“ des Objektes richten. Bei **Teilamortisationsverträgen** findet man demgegenüber die folgenden drei Varianten:

- Bei Verträgen mit **Andienungsrecht** hat der *Leasinggeber* das Wahlrecht, das Leasingobjekt nach eigenem Gutdünken zu verwenden oder es dem Leasingnehmer zu einem bereits bei Vertragsabschluss festgelegten Preis zu verkaufen; dem Leasinggeber steht hier also eine **Verkaufsoption** zu.
- Verträge mit **Aufteilung des Mehrerlöses** sehen demgegenüber zwingend die Rückgabe des Objektes an den Leasinggeber und seine Veräußerung durch diesen vor. An einem gegenüber dem vertraglich fixierten „kalkulatorischen Restwert“ möglicherweise eintretenden Mehrerlös wird der Leasingnehmer zu einem bestimmten Prozentsatz – maximal zu 75 % – beteiligt; ein etwaiger Mindererlös hingegen ist durch den Leasingnehmer zu 100 % auszugleichen.
- Sogenannte **kündbare Leasingverträge** schließlich werden auf unbestimmte Zeit geschlossen und können nach Ablauf der Grundmietzeit vom Leasingnehmer jederzeit gekündigt werden. Dabei ist eine Abschlusszahlung in

Höhe der durch die bis dahin erfolgten Leasingraten noch nicht gedeckten Gesamtkosten zu leisten. Allerdings wird ein bestimmter Prozentsatz – maximal 90 % – des von der Leasinggesellschaft möglicherweise erzielten Veräußerungserlöses auf die Restzahlung angerechnet.

Durch diese Festlegungen wird somit auch bei Teilamortisationsverträgen letztlich eine Vollamortisation erreicht. Dabei sieht der Erlassgeber eine „hinlängliche“ Restbetroffenheit des Leasinggebers bei diesen drei Vertragstypen zum einen durch die schon von den Vollamortisationsverträgen bekannte Begrenzung der Grundmietzeit auf **90 % der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer** sowie durch folgende weitere Elemente als gegeben an: Bei Verträgen mit **Mehrerlösaufteilung** darf der Anteil des Leasinggebers am Mehrerlös 25 % nicht unterschreiten. Bei **kündbaren Leasingverträgen** dürfen maximal 90 % des Veräußerungserlöses zugunsten des Leasingnehmers auf die von ihm zu leistende Abschlusszahlung angerechnet werden.

Die folgende Abbildung verdeutlicht noch einmal zusammenfassend die sechs grundlegenden Erscheinungsformen erlasskonformer Leasingverträge.



GMZ: Grundmietzeit; BGN: Betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer;  
 LG: Leasinggeber; LN: Leasingnehmer

Abb. 3.02: Grundlegende Vertragsformen des Finanzierungsleasing und Anforderungen der Leasingerlasse

⋮

### 4.4.3.3 Der Verwässerungseffekt

Im Zusammenhang mit der nominellen Kapitalerhöhung und dem Aktiensplitting haben Sie den Verwässerungseffekt schon „in Reinkultur“ kennengelernt. Er resultierte dort daraus, dass das Vermögen der Gesellschaft und das zukünftige Erfolgspotenzial völlig unverändert bleiben, sich nun jedoch auf eine größere Anzahl von Aktien verteilen. Letzteres tritt auch bei der ordentlichen Kapitalerhöhung auf; als Gegeneffekt fließen der Gesellschaft nun jedoch neue Finanzmittel zu. Die Verhältnisse liegen also etwas komplizierter als bei der Ausgabe von Gratisaktien.

#### Beispiel 4.15:

Wir greifen auf die Daten der MODELL AG aus Beispiel 4.14 zurück. Wie wir schon gesehen haben, würden die  $A = 10$  Mio. bislang ausgegebenen Aktien nach Ankündigung, aber vor Durchführung der Kapitalerhöhung als Folge des Ankündigungseffekts einen Kurs „cum right“ von  $C_A = 21$  Euro pro Aktie aufweisen.

Der neue Aktienkurs  $C_N$  nach vollzogener Kapitalerhöhung kann nun wie folgt abgeschätzt werden:

1. Der bisherige „Marktwert“ der AG, d. h. das Produkt aus Aktienzahl und Aktienkurs betrug

$$A \cdot C_A = 10 \text{ Mio.} \cdot 21 \text{ Euro} = 210 \text{ Mio. Euro}$$

2. Durch die Ausgabe von  $N = 10$  Mio. jungen Aktien fließt dem Unternehmen zusätzliches Vermögen in Höhe des Emissionserlöses von  $C_E = 10$  Euro pro „junge“ Aktie zu. Mithin erhöht sich der „Marktwert“ des Unternehmens um

$$N \cdot C_E = 10 \text{ Mio.} \cdot 10 \text{ Euro} = 100 \text{ Mio. Euro auf insgesamt}$$

$$A \cdot C_A + N \cdot C_E = 310 \text{ Mio. Euro.}$$

3. Dieser neue „Marktwert“ verteilt sich nun aber auf die gesamte Zahl alter und neuer Aktien ( $A + N = 20$  Mio.). Für den Kurs einer einzelnen Aktie wäre somit ein Wert von

$$C_N = \frac{A \cdot C_A + N \cdot C_E}{A + N} = \frac{310 \text{ Mio. Euro}}{20 \text{ Mio.}} = 15,5 \text{ Euro}$$

zu erwarten.

Die Altaktien würden also einen Kursverlust von 21 Euro auf 15,50 Euro zu verzeichnen haben; es würde also ein Verwässerungseffekt von 5,50 Euro pro Aktie eintreten.

Aus unserem Beispiel lässt sich sofort verallgemeinernd schließen, dass der sich nach der Ausgabe der jungen Aktien einstellende Aktienkurs  $C_N$  tendenziell dem durch die Formel

$$(4.03) \quad C_N = \frac{A \cdot C_A + N \cdot C_E}{A + N}$$

ermittelten Wert entsprechen wird. Der neue Aktienkurs errechnet sich also einfach als **Mischkurs**, d. h. als gewogener Durchschnitt aus dem bisherigen Börsenkurs ( $C_A$ ) und dem Emissionskurs ( $C_E$ ). Als „Gewichte“ dienen dabei die

Zahlen der bisherigen und der neu auszugebenden Aktien,  $A$  bzw.  $N$ . Der **Verwässerungseffekt**  $VE$  kann dann einfach an der Differenz ( $C_A - C_N$ ) gemessen werden. Aus

$$VE = C_A - C_N = C_A - \frac{A \cdot C_A + N \cdot C_E}{A + N}$$

erhält man nach einfacher Umformung

$$(4.04) \quad VE = \frac{C_A - C_E}{A/N + 1}$$

Der Verwässerungseffekt wird also

- bei gegebenen  $A$ - und  $N$ -Werten umso größer, je weiter der Emissionskurs  $C_E$  hinter dem bisherigen Kurs  $C_A$  zurückbleibt, und
- bei gegebenen Kursen  $C_A$  und  $C_E$  umso größer, je größer die Zahl der neu auszugebenden Aktien  $N$  in Relation zur Zahl der alten Aktien  $A$  ist, d. h. je geringer das Bezugsverhältnis  $b = A : N$  ausfällt.

Die Formeln 4.03 und 4.04 können im Übrigen auch für den Fall des Aktiensplittings (vgl. Abschnitt 4.4.2.2) angewandt werden; für  $C_E$  ist dann einfach der Wert null einzusetzen.

#### Übungsaufgabe 4.15:

Betrachten Sie noch einmal die schon aus Beispiel 4.13 bekannte IPHIGENIE AG, bei der auf  $A = 2$  Mio. Altaktien  $N = 400.000$  junge Aktien zum Emissionskurs von  $C_E = 20$  Euro pro Aktie ausgegeben werden sollen.

Nehmen Sie nun weiter an, dass der Börsenkurs einer IPHIGENIE-Aktie „cum right“ nach Ankündigung der beabsichtigten Kapitalerhöhung konstant bei 29 Euro pro Aktie liegt.

- a) Stellen Sie fest, auf welchen Wert  $C_N$  der Börsenkurs pro Aktie nach vollzogener Kapitalerhöhung sinken würde und wie groß dementsprechend der Verwässerungseffekt sein würde.
- b) Wie würde sich der gem. a) für den Verwässerungseffekt ermittelte Wert ändern, wenn
  - der Emissionskurs bei sonst unveränderten Daten halbiert würde oder alternativ
  - die Zahl der neu auszugebenden Aktien verdoppelt würde?

⋮

## Lösungen zu den Übungsaufgaben

### Übungsaufgabe 4.15:

- a) Gem. Formel (4.03) wird der „neue“ Börsenkurs den Wert

$$C_N = (2 \text{ Mio.} \cdot 29 + 400.000 \cdot 20) / (2 \text{ Mio.} + 400.000) = 27,50 \text{ Euro}$$

annehmen. Es würde also ein Verwässerungseffekt von  $29 - 27,50 = 1,50$  Euro pro Altaktie eintreten. Zu demselben Ergebnis kommt man natürlich auch mit Hilfe von Formel (4.04), wonach

$$VE = (29 - 20) / (5 + 1) = 1,50 \text{ gilt.}$$

- b) Wird der Wert für  $C_E$  von  $C_E = 20$  auf  $C_E = 10$  halbiert, so ergibt sich aus Formel (4.04)

$$VE = (29 - 10) / (5 + 1) = 3,17.$$

Bei einer Halbierung des Emissionskurses würde sich der Verwässerungseffekt im vorliegenden Fall also mehr als verdoppeln.

Wird umgekehrt die Zahl der zu emittierenden Aktien von  $N = 400.000$  auf  $N = 800.000$  verdoppelt, so sinkt der Quotient  $A/N$  von 5 auf 2,5. Daraus ergibt sich dann

$$VE = (29 - 20) / (2,5 + 1) = 2,57.$$

Erwartungsgemäß führt die Verdoppelung des Emissionsvolumens ebenfalls zu einer Erhöhung des Verwässerungseffektes, die im vorliegenden Fall allerdings deutlich schwächer ausfällt, als das bei der Halbierung des Ausgabekurses der Fall war.