

**Zur Diskussion um einen Bezugsrechtsausschluß –
eine kritische Analyse ausgewählter Argumente**

Udo Terstege^{*)}

Diskussionsbeitrag Nr. 273

1999

^{*)} Dr. Udo Terstege; Wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Bank- und Finanzwirtschaft; FernUniversität Hagen.

Inhaltsverzeichnis	Seite
Tabellenverzeichnis	II
Abbildungsverzeichnis	II
A Problemstellung	1
B Eine einfache Modellwelt	4
C Kurs- und Vermögenswirkung eines Bezugsrechtsausschlusses	8
1 Aktienkurs nach Bekanntwerden von Kapitalerhöhung und Mittelverwendung	8
2 Vorteilhaftigkeit einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht	10
3 Vorteilhaftigkeit einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht	11
4 Vorteilhaftigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses	12
5 Schlußfolgerungen	15
D „Schutz der Aktionäre vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen durch vereinfachten Bezugsrechtsausschluß“ – eine Skizze der Argumentation	18
1 Einordnung	18
2 Aktionärsausbeutung durch eine unvorteilhafte Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht	19
2.1 Ein Beispiel	19
2.2 Verallgemeinerung	23
3 Aktionärsausbeutung durch eine unvorteilhafte Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht	28
3.1 Generelle Wirkung eines Bezugsrechtsausschlusses	28
3.2 Besondere Wirkung eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses	30
E „Schutz der Aktionäre vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen durch vereinfachten Bezugsrechtsausschluß“ – eine kritische Analyse der Argumentation	37
1 Vorbemerkung	37
2 Weniger Schutz im Bezugsrechtsfall?	37
3 Abhängigkeit der Emissionserlöse vom Plazierungserfolg?	40
4 Keine Untergrenze für den Emissionspreis bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht?	43
5 Relevanz des Anreizproblems?	50
6 Schlußfolgerungen	52
F Zusammenfassung und Schlußbetrachtung	53
Anhang A	55
Anhang B	59
Literaturverzeichnis	62

Tabellenverzeichnis		Seite
Tab.1:	Aktienkursentwicklung mit und ohne Bezugsrecht	9
Tab.2:	Vermögenskonsequenzen von Ausübung und Verfall seines Bezugsrechts für einen Aktionär (im Beispiel)	21
Tab.3:	Vermögenskonsequenzen von Ausübung und Verfall seines Bezugsrechts für einen Aktionär (allgemein)	24
Tab.A.1:	Ausübung und Verfall seines Bezugsrechts aus Sicht eines Großaktionärs (im Beispiel)	55
Tab.A.2:	Ausübung und Verfall seines Bezugsrechts aus Sicht eines Kleinaktionärs (im Beispiel)	56
Tab.A.3:	Selbstschutz und Drittschutz durch Verfall von Bezugsrechten (im Beispiel)	61
 Abbildungsverzeichnis		 Seite
Abb.1:	Zeitplan für die Ausnutzung genehmigten Kapitals mit Bezugsrecht nach HEINSIUS	45

A Problemstellung

Nach der gesetzlichen Grundnorm¹⁾ steht Aktionären bei der Emission von Aktien²⁾ entsprechend ihrem Anteil am bisherigen Grundkapital ein Bezugsrecht³⁾ zu. Das Bezugsrecht dient der Sicherung sowohl des Stimmrechts als auch der Vermögensposition eines Aktionärs. Durch Ausübung des Bezugsrechts kann ein Aktionär seinen relativen Stimmenanteil erhalten. Durch Ausübung oder Verkauf auf einem hinlänglich effizienten Markt für Bezugsrechte kann er sich zudem gegen Vermögenseinbußen schützen, die ihm ansonsten allein daraus erwachsen würden, daß junge Aktien zu einem Preis emittiert werden, der unterhalb des Börsenkurses identisch ausgestatteter Altaktien liegt. Diese grundlegenden Funktionen des Bezugsrechts gehören heute zum Standardwissen der betrieblichen Finanzwirtschaft.⁴⁾

Trotz dieser Schutzwirkungen eines Bezugsrechts sieht das Gesetz auch Möglichkeiten zu dessen Ausschluß vor.⁵⁾ Bis zum 9. August 1994 war ein Bezugsrechtsausschluß zwar gesetzlich nur an wenige formelle Voraussetzungen geknüpft. Diese waren aber durch die Rechtsprechung durch zusätzliche formelle und vor allem auch inhaltliche Voraussetzungen in relativ rigider Weise ergänzt worden.⁶⁾ Der Gesetzgeber sah aufgrund dieser Entwicklung die Bedeutung der Aktie als Finanzierungsinstrument gefährdet und die Gefahr eines Wettbewerbs- und Standortnachteils für deutsche Gesellschaften.⁷⁾ Er ergänzte mit Wirkung zum 10. August 1994 aus diesem Grund den § 186 Abs. 3 AktG um einen Satz 4. Danach ist ein Ausschluß des Bezugsrechts „insbesondere dann zulässig, wenn die Kapitaler-

1 Vgl. § 186 Abs. 1 Satz 1 AktG.

2 Im folgenden wird nur die Emission junger Aktien im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen nach §§ 182 - 191 AktG und durch Ausnutzung genehmigten Kapitals nach §§ 202 - 206 AktG behandelt. Aktienemissionen durch Inanspruchnahme bedingten Kapitals nach §§ 192 - 201 AktG bleiben ebenso unberücksichtigt wie sogenannte Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln nach §§ 207 - 220 AktG.

3 Wenn nachfolgend auch einfach von Bezugsrecht die Rede ist, ist damit immer ein Bezugsrecht bisheriger Aktionäre entsprechend ihrer bisherigen Beteiligungsquote gemeint.

4 Zu instruktiven Darstellungen der Grundzusammenhänge vgl. z.B. BITZ (1998), S. 206 - 222, DRUKARCZYK (1996), insbesondere S. 289 - 292, 313 - 322 und 330 - 335, HAX (1971) oder HAX (1998), S. 227 - 229. Zu den Grundlagen der Bezugsrechtsbewertung vgl. auch KRÜMMEL (1964).

5 Vgl. § 186 Abs. 3 und 4 AktG.

6 Vgl. z.B. HEFERMEHL/BUNGEROTH (1989), § 186, Rdn. 83 - 152, HÜFFER (1997), § 186, Rdn. 20 - 39, SCHOCKENHOFF (1994) und vor allem MARTENS (1992), der verdeutlicht, welche besondere Bedeutung unklaren und kaum erfüllbaren Berichtspflichten in diesem Zusammenhang zukommt.

7 Vgl. BUNDESTAG (1994), S. 10.

höhung gegen Bareinlagen zehn vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet.“ Erklärtes Ziel dieser Regelung war die Erleichterung eines Bezugsrechtsausschlusses.¹⁾

Im Umfeld der Gesetzesänderung kam es zu einer intensiven Diskussion um deren Vor- und Nachteile.²⁾ Wie RAMMERT mit Recht bedauert, wurde die Diskussion um Erleichterungen beim Bezugsrechtsausschluß weitgehend von juristischen Fachvertretern und Argumenten dominiert.³⁾ Noch bedauerlicher als das Fehlen einer umfassenden ökonomischen Diskussion erscheint allerdings der Umstand, daß vorliegende ökonomische Überlegungen zum Bezugsrechtsausschluß in verschiedenen Punkten fehlerhaft, mindestens aber mißverständlich und daher korrekturbedürftig sind. Zielsetzung dieses Beitrages ist es, ausgewählte Defizite der ökonomischen Analyse eines Bezugsrechtsausschlusses aufzugreifen und mögliche Mißverständnisse auszuräumen.

Dazu wird in Abschnitt B zunächst eine möglichst einfache Modellwelt eingeführt, im Rahmen derer sich die zu diskutierenden Zusammenhänge verdeutlichen lassen.

In Abschnitt C wird der Frage nachgegangen, welche Kurswirkungen innerhalb dieser Modellwelt ein Bezugsrechtsausschluß hervorruft und unter welchen Bedingungen aus der Sicht eines ausschließlich an Vermögensmaximierung interessierten Aktionärs ein Bezugsrechtsausschluß vorteilhaft sein kann. Dabei sind Darstellungen z.B. von NIPPEL/SCHWEIZER (1994) und EKKENGA (1994) zu relativieren.

Anschließend wird ein in jüngerer Vergangenheit von RAMMERT (1998) zusätzlich in die Diskussion eingebrachtes Argument pro vereinfachtem Bezugsrechtsausschluß einer eingehenden Analyse unterzogen. Aufbauend auf Überlegungen von NIEDERNHUBER (1988) und MENKEN (1993) kommt RAMMERT zu dem Ergebnis: „Ein vom Gesetzgeber nicht erwähnter Vorteil des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses ist allerdings darin zu sehen, daß im Vergleich zur Bezugs-

1 Die Gesetzesbegründung spricht selbst synonym von „vereinfachtem“ oder „erleichtertem“ Bezugsrechtsausschluß; vgl. BUNDESTAG (1994), S. 10 - 11. Von dem Gesetzentwurf vom 1.2.1994, auf den sich die Gesetzesbegründung bezieht, weicht die letztlich gefaßte Neuregelung vor allem noch dadurch ab, daß sie ausdrücklich auf Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen beschränkt bleibt.

2 Vgl. z.B. CLAUSSEN (1996), DILGER (1994), EKKENGA (1994), FREY/HIRTE (1991), GROSS (1994), HEINSIUS (1991), HIRTE (1991), HIRTE (1994), HOFFMANN-BECKING (1995), KALLMEYER (1993), KÜBLER (1993), KÜBLER (1994), KÜBLER/MENDELSON/MUNDHEIM (1990), LUTTER (1994), MARSCH-BARNER (1994), MARTENS (1994), RAMMERT (1998), TRAPP (1997), WYMEERSCH (1998).

3 Vgl. RAMMERT (1998), S. 704.

rechtsemission die Beschaffung von neuem Eigenkapital für unrentable Verwendungszwecke für das Management erschwert wird“.¹⁾ Die Überlegungen von Rammert werden in Abschnitt D nachgezeichnet und in Abschnitt E einer kritischen Analyse unterzogen. Im Ergebnis erweist sich dieses neue Argument als nicht haltbar. Es basiert auf einer realitätsfernen Modellierung und bleibt selbst innerhalb der gewählten Modellierung nur von schwacher Überzeugungskraft.

Abschnitt F faßt wesentliche Ergebnisse zusammen.

1 Rammert (1998), S. 722.

B Eine einfache Modellwelt¹⁾

Zur Analyse einer Kapitalerhöhung werden drei Zeitpunkte betrachtet:

$t = -$: Zeitpunkt, in dem weder die geplante Kapitalerhöhung noch die geplante Mittelverwendung bekannt ist

$t = 0$: Zeitpunkt, in dem die geplante Kapitalerhöhung und die geplante Mittelverwendung bekannt, aber noch nicht realisiert sind

$t = +$: Zeitpunkt, in dem die geplante Kapitalerhöhung realisiert ist.

Weiter wird von folgenden Symbolen und damit zusammenhängenden Annahmen ausgegangen:

K_- : Kurs der (alten) Aktien in $t = -$

K_0^{oBr} bzw. K_0^{mBr} : Kurs der (alten) Aktien in $t = 0$ für den Fall, daß den Aktionären kein Bezugsrecht (oBr) bzw. Bezugsrecht (mBr) gewährt wird; K_0^{mBr} symbolisiert den Aktienkurs cum right; zwischen $t = -$ und $t = 0$ soll kein anderes bewertungsrelevantes Ereignis als die Ankündigung der Kapitalerhöhung und Mittelverwendung stattfinden

K_+ : Kurs der (alten und identisch ausgestatteten jungen) Aktien in $t = +$; zwischen $t = 0$ und $t = +$ soll kein anderes bewertungsrelevantes Ereignis als die Durchführung der zuvor angekündigten Kapitalerhöhung stattfinden

K_E : Emissionskurs der jungen Aktien

a : Anzahl der alten Aktien

n : geplante Anzahl der neuen, jungen Aktien

I : Emissionserlös aus der geplanten Kapitalerhöhung ($I = n \cdot K_E$); es wird unterstellt, daß das Unternehmen in Höhe dieses Emissionserlöses zeitnah zu dessen Eingang Auszahlungen für ein zusätzliches Investitionsprojekt, daher Symbol I , leistet

1 Die Modellierung ist zwecks besserer Vergleichbarkeit eng an NIPPEL/SCHWEIZER (1994), S. 531 - 532 angelehnt. Einige Annahmen werden expliziter dargelegt und statt auf Gewinn wird hier auf Zahlungsgrößen abgestellt.

- k : Eigenkapitalkostensatz der Unternehmung (= risikoadjustierter Zinssatz, mit dem Anleger zukünftige Zahlungserwartungen aus einem Engagement in Aktien der Unternehmung diskontieren); der Satz soll im Zeitablauf als konstant unterstellt werden und auch durch die Kapitalerhöhung und Mittelverwendung nicht beeinträchtigt werden
- D : ohne das zusätzliche Investitionsprojekt erwartete jährliche Ausschüttungssumme des Unternehmens; die Ausschüttung soll – abgesehen von Änderungen durch das zusätzliche Investitionsprojekt – im Zeitablauf konstant und von unendlicher Dauer sein
- ΔD : wegen des zusätzlichen Investitionsprojektes zusätzlich erwarteter jährlicher Ausschüttungsbetrag, der ebenfalls als konstant und von unendlicher Dauer unterstellt wird
- r : Quotient aus jährlich zusätzlich erwarteter Ausschüttung und dazu erforderlichem Mitteleinsatz [$r = \Delta D / (n \cdot K_E)$]; wird auch als Rendite des zusätzlichen Investitionsprojektes bezeichnet.

Es wird außerdem von einem vollkommenen Kapitalmarkt ausgegangen, auf dem insbesondere keine Steuern, Transaktionskosten und Teilbarkeitsprobleme existieren. Für die Informationsverarbeitung wird von Informationseffizienz im halbstrengen Sinne ausgegangen. Während des Betrachtungszeitraums wird von Zinseffekten ebenso abstrahiert wie von Dividendenzahlungen.¹⁾

Aus diesen Festlegungen ergibt sich, daß sich der Aktienkurs vor Ankündigung der Kapitalerhöhung K_- als Barwert einer ewigen Rente von Dividendenzahlungen in Höhe von D/a interpretieren läßt:

$$K_- = \frac{D}{k \cdot a} \quad (1)$$

Der Eigenkapitalkostensatz k läßt sich in Umkehrung dieses Zusammenhangs als jährliche Rendite bisher im Unternehmen eingesetzter Mittel interpretieren.

Zudem gilt, daß sich der Marktwert aller Eigenkapitalanteile vor Ankündigung der Kapitalerhöhung MW_- aus

1 In Anlehnung an FAMA (1970) wird hier unter halbstrenger Informationseffizienz ein Zustand verstanden, in dem in den Wertpapierkursen alle öffentlich bekannten Informationen, aber auch nur diese vollumfänglich verarbeitet sind (vgl. zum Konzept der Informationseffizienz z.B. BIENERT (1996), S. 24 - 28 oder FRANKE/HAX (1999), S. 389 - 394). Mit dieser Annahme werden insbesondere kursbeeinflussende Insidertransaktionen der Manager ausgeschlossen.

$$MW_- = a \cdot K_- = \frac{D}{k} \quad (2)$$

ergibt. Der Marktwert nach einer erfolgreichen Durchführung der Kapitalerhöhung MW_+ ergibt sich analog aus

$$MW_+ = (a + n) \cdot K_+ = \frac{D + \Delta D}{k} = a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E. \quad (3)$$

Der Marktwert nach Durchführung der Kapitalerhöhung setzt sich also additiv aus dem Marktwert vor Ankündigung der Kapitalerhöhung ($a \cdot K_-$) und aus dem Barwert – nicht Kapitalwert, denn der Emissionspreis ist ja bereits geleistet – aller Investitionsrückflüsse aus dem Zusatzprojekt $\left(\frac{\Delta D}{k} = \frac{r \cdot I}{k} = n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E \right)$ zusammen. Dieser Zusammenhang aus (3) gilt unabhängig davon, ob die Kapitalerhöhung mit oder ohne Bezugsrecht der Altaktionäre durchgeführt wird. Da auch die Zahl umlaufender Aktien nach erfolgter Kapitalerhöhung unabhängig von einem Bezugsrecht der Altaktionäre auf jeden Fall $a + n$ beträgt, gilt in der modellierten Welt für den Aktienkurs nach Durchführung der Kapitalerhöhung ebenfalls in beiden Fällen

$$K_+ = \frac{D + \Delta D}{k \cdot (a + n)} = \frac{a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a + n} = K_- + \frac{n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a + n} - \frac{n \cdot K_-}{a + n}. \quad (4)$$

Die in Relation (4) zuletzt angegebene Schreibweise von K_+ erlaubt eine anschauliche Interpretation des Zusammenhangs zwischen den Aktienkursen vor Ankündigung und nach Durchführung der Kapitalerhöhung. Der zweite und dritte Summand verdeutlichen zwei gedanklich trennbare, gegenläufige Kurseffekte: Der Wert einer Aktie steigt um den darauf entfallenden Anteil am Barwert zusätzlicher Dividendenzahlungen. Auf eine Aktie entfällt von dem Barwert zusätzlicher Dividendenzahlungen $(n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E)$ ein Anteil von $\left(\frac{1}{a + n} \right)$. Gleichzeitig fällt der Wert einer Aktie dadurch, daß vom ursprünglichen Wert einer Aktie (K_-) ein Bruchteil von $\left(\frac{n}{a + n} \right)$ jetzt auf neue Aktien entfällt.

Weiter wird deutlich, daß mit Recht für den Aktienkurs nach Kapitalerhöhung von vornherein nur ein einziges Symbol eingeführt wurde. Marktwert und Aktienkurs sind in diesem Zeitpunkt nämlich unabhängig von einem Bezugsrecht der Altaktionäre.¹⁾ Für Marktwert und Aktienkurs im Zeitpunkt $t = 0$ sind entsprechende

1 D.h. allerdings nicht, daß auch die Vermögensposition der Altaktionäre unabhängig von einer Bezugsrechtsgewährung ist.

Aussagen hingegen nur differenziert nach den Fällen mit und ohne Bezugsrechtsgewährung möglich. Die im Zeitpunkt $t = 0$ geltenden Zusammenhänge und die Schlußfolgerungen, die aus den Zusammenhängen für die Vorteilhaftigkeit von Kapitalerhöhung und Bezugsrechtsausschluß gezogen werden können, werden im folgenden Abschnitt untersucht. Zuvor soll aber noch kurz auf die Frage eingegangen werden, wann von einer „erfolgreichen Durchführung“ der Kapitalerhöhung auszugehen ist.

Als erfolgreich wird eine Kapitalerhöhung hier dann bezeichnet, wenn die geplante Zahl junger Aktien von der Unternehmung verkauft werden kann. In der skizzierten Modellwelt hängt der Erfolg der Kapitalerhöhung nicht von der Realisation unsicherer Umweltentwicklungen,¹⁾ sondern in deterministischer Weise von der Höhe des festzulegenden Emissionskurses K_E ab. Für ein Gelingen der Kapitalerhöhung ist es als notwendige Bedingung anzusehen, daß die Relation

$$K_E \leq K_+ \quad (5)$$

gilt. Würde Relation (5) nicht gelten, so könnten junge Aktien günstiger nach Durchführung der Kapitalerhöhung am Sekundärmarkt erworben werden. Soweit Aktienkäufer von einer Kapitalerhöhung nicht noch auf anderem Wege profitieren, wären sie dann freiwillig nicht zur Zeichnung junger Aktien bereit.²⁾

1 Unsicherheit ist aus der Modellierung nicht vollständig ausgeschlossen, da D und ΔD als Erwartungswerte unsicherer zukünftiger Zahlungsgrößen und k als dementsprechend risikoadjustierter Diskontierungszinssatz aufzufassen sind. In den drei betrachteten Zeitpunkten verändert sich allerdings nicht die Einschätzung hinsichtlich unsicherer Entwicklungen, so daß der Erfolg der Kapitalerhöhung von der Realisation unsicherer Größen unabhängig ist. Mit dem deterministischen Zusammenhang zwischen K_E und dem Gelingen der Kapitalerhöhung wird hier auch vom sogenannten Optionscharakter des Bezugsrechts abstrahiert (vgl. dazu insbesondere SMITH (1977), S. 301 - 304, KRUSCHWITZ (1986) und ZIMMERMANN (1987)).

2 Daß Relation (5) notwendige, aber noch nicht hinreichende Bedingung für das Gelingen der Kapitalerhöhung ist, wird in Abschnitt D noch deutlich werden.

C Kurs- und Vermögenswirkung eines Bezugsrechtsausschlusses

1 Aktienkurs nach Bekanntwerden von Kapitalerhöhung und Mittelverwendung

In der Modellwelt muß sich in $t = 0$, wie auch in den beiden anderen betrachteten Zeitpunkten, ein Aktienkurs einstellen, der dem Barwert aller Zahlungskonsequenzen entspricht, die sich aus einer Aktie in der Zukunft ergeben. Geht man von einem Emissionskurs K_E aus, zu dem die Kapitalerhöhung gelingt, so sind die folgenden Zahlungskonsequenzen zu berücksichtigen.

Im Fall eines Bezugsrechtsausschlusses ergeben sich aus einer Aktie ausschließlich zukünftige Dividendenzahlungen von jährlich $[(D + \Delta D) / (k \cdot (a + n))]$. Die Dividendensumme beträgt nach Kapitalerhöhung jährlich $(D + \Delta D)$. Der Anteil je Aktie an zukünftigen Dividendensummen sinkt von $[1/a]$ auf $[1/(a + n)]$. Eine Auszahlung für Emissionspreisleistungen ist nicht zu berücksichtigen.¹⁾ Damit muß für den Aktienkurs bei Bezugsrechtsausschluß im Zeitpunkt $t = 0$ also gelten:

$$K_0^{\text{oBr}} = \frac{D + \Delta D}{k \cdot (a + n)} = \frac{a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a + n} = K_- + \frac{n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a + n} - \frac{n \cdot K_-}{a + n} \quad (6)$$

Dieser Aktienkurs ist identisch mit K_+ laut Relation (4). Ohne Bezugsrecht stellt sich also schon nach Ankündigung der Maßnahme der Aktienkurs ein, der ceteris paribus auch nach deren Durchführung gilt.

Im Fall mit Bezugsrecht ergeben sich aus einer Aktie unter der Annahme einer erfolgreichen Kapitalerhöhung zunächst Auszahlungserfordernisse für die Emissionspreisleistung in Höhe von $(\frac{n}{a} \cdot K_E)$ je Aktie.²⁾ Durch die Teilnahme an der Kapitalerhöhung wird je Altaktie auch zukünftig ein Anteil von $[1/a]$ an der dann

1 Mögliche Zahlungskonsequenzen, die sich daraus ergeben, daß ein Aktionär kein Bezugsrecht hat, aber evtl. trotzdem die Gelegenheit zum Bezug junger Aktien erhält, sind für die Betrachtung irrelevant, da solche Zahlungen nicht dem Aktienbesitz zuzurechnen sind.

2 Der Einfachheit halber sei hier unterstellt, der Altaktionär übe sein Bezugsrecht selbst aus. Die Möglichkeit eines Bezugsrechtsverkaufs liefert keine zusätzlichen Erkenntnisse für die hier betrachteten Zusammenhänge. Auf einem informationseffizienten Markt verändert sich die Vermögenssituation durch Verkauf statt Ausübung des Bezugsrechts nicht (vgl. z.B. BITZ (1998), S. 213 - 222). Vermögensrelevant kann die Entscheidung zwischen Bezugsrechtsausübung und -verkauf allerdings werden, wenn während des Bezugsrechtshandels noch nicht alle Informationen über die geplante Zusatzinvestition im Aktienkurs Niederschlag gefunden haben (vgl. dazu DRUKARCZYK (1993), S. 62 - 63 und RAMMERT (1998), S. 706 - 714).

um ΔD erhöhten Dividendensumme sichergestellt. Damit muß für den Aktienkurs mit Bezugsrechtsgewährung im Zeitpunkt $t = 0$ also gelten:

$$K_0^{\text{mBr}} = \frac{D + \Delta D}{k \cdot a} - \frac{n}{a} \cdot K_E = K_- + \frac{n \cdot K_E \cdot \left(\frac{r}{k} - 1\right)}{a} \quad (7)$$

Die Aktienkursentwicklungen mit und ohne Bezugsrecht werden in Tabelle 1 zusammengestellt.

Bezugsrechts- regelung Zeitpunkt	mit Bezugsrecht der Altaktionäre	ohne Bezugsrecht der Altaktionäre
$t = -$ (vor Bekanntgabe von Kapitalerhöhung und Mittelverwendung)	$K_- = \frac{D}{k \cdot a}$ (1)	
$t = 0$ (nach Bekanntgabe, aber vor Durchführung der Kapitalerhöhung)	$K_0^{\text{mBr}} = \frac{D + \Delta D}{k \cdot a} - \frac{n}{a} \cdot K_E$ $= K_- + \frac{n \cdot K_E \cdot \left(\frac{r}{k} - 1\right)}{a}$ (7)	$K_0^{\text{oBr}} = \frac{D + \Delta D}{k \cdot (a + n)}$ $= \frac{a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a + n}$ $= K_- + \frac{n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a + n} - \frac{n \cdot K_-}{a + n}$ (4)
$t = +$ (nach Durchführung der Kapitalerhöhung)	$K_+ = \frac{D + \Delta D}{k \cdot (a + n)}$ $= \frac{a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a + n}$ $= K_- + \frac{n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a + n} - \frac{n \cdot K_-}{a + n}$ (6)	

Tab. 1: Aktienkursentwicklung mit und ohne Bezugsrecht

2 Vorteilhaftigkeit einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht

Will ein Aktionär beurteilen, ob das Maßnahmenbündel

- Durchführung der geplanten Zusatzinvestition **und**
- Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht

für ihn vorteilhafter ist als das Unterlassen von Kapitalerhöhung und Zusatzinvestition, so sind dazu die Kurse K_- und K_0^{mBr} miteinander zu vergleichen. Der Kurs nach Ankündigung und vor Durchführung der Kapitalerhöhung K_0^{mBr} liefert hierfür eine geeignete Vergleichsgröße, da in diesem Kurs alle Zahlungskonsequenzen der Ausgangssituation und des Maßnahmenbündels abgebildet werden.¹⁾ Wie ein Vergleich der Ausdrücke (1) und (7) zeigt, ist das Maßnahmenbündel vorteilhaft, wenn gilt:

$$n \cdot K_E \cdot \left(\frac{r}{k} - 1 \right) > 0 \quad \text{oder}$$

$$r > k, \tag{8}$$

also genau dann, wenn die Zusatzinvestition einen positiven Kapitalwert liefert. Der Wert einer Aktie verändert sich durch das Maßnahmenbündel nämlich gerade um den Bruchteil $1/a$ des Kapitalwertes der Zusatzinvestition. Kursdifferenzen zwischen K_0^{mBr} und K_- werden als Ankündigungseffekt der Kapitalerhöhung bezeichnet. Der anteilige Kapitalwert der Zusatzinvestition stellt in der Modellwelt den einzigen Ankündigungseffekt dar.

Relation (8) drückt formal den allgemein bekannten Zusammenhang aus, daß die Vorteilhaftigkeit einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht nur davon abhängt, daß die Rendite der Zusatzinvestition höher als der Eigenkapitalkostensatz ist ($r > k$). Welche Zahl junger Aktien zur Aufbringung einer gegebenen Investitionssumme emittiert wird, und damit die Höhe des Emissionskurses, ist sowohl für die Vorteilhaftigkeit der Maßnahme als auch für die absolute Höhe des Ankündigungseffektes irrelevant.²⁾

1 Diese Eigenschaft bietet der Kurs K_+ nicht mehr. Er berücksichtigt nicht mehr das Auszahlungserfordernis für die Emissionspreisleistung und nur die Dividendenzahlung auf eine der dann $(a + n)$ umlaufenden Aktien. Insofern wird deutlich, warum in der Kapitalmarkttheorie zur Vorteilhaftigkeitsbeurteilung von Finanzierungsmaßnahmen häufig auf die nur kurzfristig geltende Situation „nach Ankündigung und vor Durchführung“ abgestellt wird.

2 Eine Irrelevanz des Emissionskurses gilt allerdings nur für die Frage, ob aus kollektiver Sicht der Aktionäre Zusatzinvestition und Kapitalerhöhung vorteilhaft sind. Für die individuelle Entscheidung eines Aktionärs, ob es für ihn persönlich auch vorteilhaft ist, an einer insgesamt

3 Vorteilhaftigkeit einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht

Will ein Aktionär beurteilen, ob das Maßnahmenbündel

- Durchführung der geplanten Zusatzinvestition **und**
- Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht

für ihn im Vergleich zum Unterlassen von Kapitalerhöhung und Zusatzinvestition vorteilhaft ist, so sind dazu die Kurse K_- und $K_0^{\text{Br}} (=K_+)$ miteinander zu vergleichen. Dieses Maßnahmenbündel ist nach einem Vergleich der Ausdrücke (1) und (4) vorteilhaft, wenn gilt:

$$n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E > n \cdot K_- \quad (9.1)$$

also dann, wenn der Barwert der aus der Zusatzinvestition erzielbaren zusätzlichen Dividendenzahlungen größer ist als der Emissionserlös, der sich ergeben hätte, wenn die jungen Aktien zum Kurs K_- verkauft worden wären. Relation (9.1) läßt sich anschaulicher schreiben als¹⁾:

$$\frac{\Delta D}{D} > \frac{n}{a} \quad (9.2)$$

Das Maßnahmenbündel ist also nur vorteilhaft, wenn dadurch die Dividendensumme prozentual stärker steigt als die Aktienzahl. Die Vorteilhaftigkeit einer Kapitalerhöhung mit gegebener Investitionssumme ist damit ohne Bezugsrecht nicht mehr unabhängig von Anzahl und Emissionskurs junger Aktien. Je geringer der Emissionskurs, also je höher bei gegebener Investitionssumme die Anzahl junger Aktien, desto höher muß die Rendite des Zusatzprojektes sein, damit das Maßnahmenbündel vorteilhaft ist.

vorteilhaften Kapitalerhöhung teilzunehmen, kann die Höhe des Emissionskurses hingegen sehr wohl Relevanz haben. Für $K_E > K_+$ ist ein Aktionär nämlich bei individueller Betrachtung auch bei $r > k$ nicht zur Teilnahme bereit.

1 Aus $n \cdot r \cdot K_E > n \cdot k \cdot K_-$ ergibt sich wegen $n \cdot r \cdot K_E = \Delta D$ und $a \cdot k \cdot K_- = D$ die Relation

$\Delta D > \frac{n}{a} \cdot D$. Daraus ergibt sich unmittelbar die Relation (9.2). Zu weiteren Darstellungen und

Interpretationen der Vorteilhaftigkeitsbedingung vgl. NIPPEL/SCHWEIZER (1994), S. 533.

4 Vorteilhaftigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses

Zur Beurteilung der Einzelmaßnahme „Ausschluß des Bezugsrechts“ sind zwei Situationen zu vergleichen, in denen jeweils die Kapitalerhöhung und die Zusatzinvestition durchgeführt werden und die sich nur durch die Bezugsrechtsgewährung bzw. den Bezugsrechtsausschluß unterscheiden. Für einen solchen Vergleich sind die Kurse K_0^{mBr} und K_0^{oBr} gegenüberzustellen. Nach einem Vergleich der Ausdrücke (7) und (4) erweist sich ein Bezugsrechtsausschluß als vorteilhaft, wenn gilt¹⁾

$$K_0^{\text{oBr}} > K_0^{\text{mBr}} \quad (10.1)$$

$$\text{bzw.} \quad K_E > \frac{a}{a+n-n \cdot \frac{r}{k}} K_- \quad (10.2)$$

$$\text{bzw.} \quad K_E > K_+ \quad (10.3)$$

$$\text{bzw.} \quad K_E > K_0^{\text{mBr}} \quad (10.4)$$

Daß die Relationen (10.2) - (10.4) äquivalent sind, läßt sich auch auf anderem Wege zeigen, wenn man berücksichtigt, daß $K_+ = K_0^{\text{oBr}}$ gilt. Dann muß zwischen

1 Die Gültigkeit der Relationen (10.2) - (10.4) läßt sich anhand von Äquivalenzumformungen der Relation (10.1) zeigen:

$$\frac{a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a+n} > \frac{a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E - n \cdot K_E}{a} \quad (10.1)$$

$$\Leftrightarrow a \cdot (a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E) > a \cdot (a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E) + n \cdot a \cdot K_- + n \cdot n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E - a \cdot n \cdot K_E - n \cdot n \cdot K_E$$

$$\Leftrightarrow a \cdot K_E + n \cdot K_E > a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E \cdot$$

Diese Relation läßt sich alternativ zu

$$K_E > \frac{a}{a+n-n \cdot \frac{r}{k}} \cdot K_-, \quad (10.2)$$

$$K_E > \frac{a \cdot K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a+n} \text{ oder} \quad (10.3)$$

$$K_E > K_- + \frac{n \cdot K_E \cdot (\frac{r}{k} - 1)}{a} \quad (10.4)$$

zusammenfassen.

den drei Kursen K_0^{oBr} , K_E und K_0^{mBr} nämlich der Zusammenhang gelten, der als Mischkursformel bekannt ist,¹⁾ nämlich

$$K_0^{\text{oBr}} = \frac{a \cdot K_0^{\text{mBr}} + n \cdot K_E}{a + n} . \quad (11.1)$$

Durch Einsetzen von K_0^{mBr} ergibt sich daraus

$$K_0^{\text{oBr}} = \frac{a K_- + n \cdot \frac{r}{k} \cdot K_E}{a + n} . \quad (11.2)$$

In Anbetracht von Relation (11.1), die den Kurs ohne Bezugsrecht als gewogenes arithmetisches Mittel aus dem Kurs mit Bezugsrecht und dem Emissionskurs darstellt, bezeichnet man eine Differenz zwischen den Kursen K_0^{mBr} und K_0^{oBr} auch als Verwässerungseffekt der Kapitalerhöhung. Manchmal wird auch ein Quotient aus beiden Kursen gebildet, um den Verwässerungseffekt zu messen.²⁾

Relation (10.3) zeigt, daß ein Bezugsrechtsausschluß nur dann im Interesse der Aktionäre liegt, wenn der Emissionspreis junger Aktien oberhalb des Aktienkurses liegt, der nach Ankündigung der Maßnahme für Altaktien bzw. nach Durchführung der Maßnahme für alte und junge Aktien gilt. Ist Relation (10.3) erfüllt, dann wird allerdings gleichzeitig gegen Bedingung (5), die notwendige Bedingung für eine erfolgreiche Kapitalerhöhung, verstoßen. Im Rahmen der modellierten Zusammenhänge ist also überhaupt keine Kapitalerhöhung durchführbar, bei der ein Bezugsrechtsausschluß im Interesse der Altaktionäre liegt.

Relation (10.4) zeigt, daß ein Bezugsrechtsausschluß im Interesse der Aktionäre liegt, wenn der Emissionskurs oberhalb des Kurses liegt, der im Zeitpunkt $t = 0$ bei Bezugsrechtsgewährung gelten würde. Daß die Relationen (10.3) und (10.4) äquivalent sind, wird anhand der Mischkursformel in der Version von Relation (11.1) erkennbar. Danach kann das gewogene arithmetische Kursmittel K_0^{oBr} nur oberhalb von K_0^{mBr} liegen, wenn der Emissionskurs oberhalb von K_0^{mBr} und damit dann auch oberhalb von K_0^{oBr} liegt.

Relation (10.2) zeigt, daß die Bedingung $K_E > K_-$ keine hinreichende Bedingung dafür wäre, daß die Altaktionäre durch einen Bezugsrechtsausschluß keine Ver-

1 Zur Mischkursformel vgl. z.B. HAX (1971) und BITZ (1998), S. 213 - 219.

2 Zum Begriff des Verwässerungseffektes vgl. z.B. BITZ (1998), S. 216 - 217, FISCHER (1995), Sp. 1193 - 1196, KLOCK (1976), MECKLENBURG (1965).

mögensminderung erleiden. Dafür wäre die Bedingung $K_E > K_-$ nur unter der Bedingung $r \leq k$ hinreichend, also nur dann, wenn es durch die Kapitalerhöhung zu keinem oder einem negativen Ankündigungseffekt käme. Bei positivem Ankündigungseffekt ($r > k$) liegt die kritische Schwelle für den Emissionskurs, ab der Aktionäre keinen Vermögensverlust aus einem Bezugsrechtsausschluß erleiden, oberhalb von K_- . Dieser Zusammenhang läßt sich auch wie folgt veranschaulichen: Tritt ein positiver Ankündigungseffekt ein und würden junge Aktien trotzdem zu $K_E = K_-$ emittiert, so käme der Ankündigungseffekt nur teilweise den Altaktionären und teilweise den Neuaktionären zugute. Im Vergleich zur Situation mit Bezugsrecht würde den Altaktionären also ein Teil des Ankündigungseffektes entgehen. Um diesen Vermögensnachteil zu vermeiden, müßte K_E höher als K_- festgelegt werden.

5 Schlußfolgerungen

Die bisherige Analyse legt die Basis für erste klarstellende Hinweise zur Diskussion um einen Bezugsrechtsausschluß:

1. Unmittelbar nach Ankündigung der Kapitalerhöhung stellt sich bei Bezugsrechtsausschluß ein anderer und zwar ein – abgesehen vom Sonderfall $K_E = K_-$ – niedrigerer Aktienkurs als bei Bezugsrechtsgewährung ein. Gleichzeitig mit dem Ankündigungseffekt schlägt sich dann bei Bezugsrechtsausschluß nämlich auch der Verwässerungseffekt im Aktienkurs nieder. Wenn Autoren davon ausgehen, daß sich in diesem Zeitpunkt unabhängig von einer Bezugsrechtsgewährung ein Kurs in Höhe des hier als K_0^{mBr} bezeichneten Kurses einstellt,¹⁾ so stellt das eine unzulässige Vereinfachung der Zusammenhänge dar. Würde sich der niedrigere Kurs K_+ tatsächlich auch bei einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht erst in dem Moment einstellen, in dem die Maßnahme durchgeführt wird, so könnten sich Altaktionäre vor den negativen Vermögenskonsequenzen des Verwässerungseffektes noch schützen, indem sie ihre Aktien zwischen Ankündigung und Durchführung der Kapitalerhöhung verkaufen. Diese Schutzmöglichkeit besteht aber nicht.
2. Die Situation zwischen Ankündigung und Durchführung einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht stellt in kapitalmarkttheoretischer Betrachtung insofern eine besondere Situation dar, als ein Teil des Unternehmenswertes in dem nicht am Markt gehandelten Recht besteht, junge Aktien zu einem günstigeren Kurs als K_+ erwerben zu können. Daher fallen der gesamte Unternehmenswert und die Marktwertsumme aller gehandelten Titel in dieser Situation auseinander. Anders ausgedrückt, mindert ein Bezugsrechtsausschluß zwar nicht den Unternehmensgesamtwert, aber die Marktwertsumme gehandelter Anteile.²⁾ Erst nach Durchführung der Kapitalerhöhung stimmen Unternehmensgesamtwert und Marktwertsumme der Anteile wieder überein.

1 Vgl. z.B. NIPPEL/SCHWEIZER (1994), S. 532, die für den Aktienkurs nach Ankündigung und vor Durchführung der Kapitalerhöhung sogar von vornherein nur ein Symbol einführen, das sowohl den entsprechenden Kurs mit als auch ohne Bezugsrecht symbolisieren soll.

2 Diesen Zusammenhang haben NIPPEL/SCHWEIZER (1994), S. 532, vermutlich übersehen, wenn sie für den Zeitpunkt $t = 0$ den Marktwert des Eigenkapitals auch für den Fall des Bezugsrechtsausschlusses einfach als Summe aus Marktwert des Eigenkapitals in $t = -$ und dem Kapitalwert des zusätzlichen Investitionsprojektes ermitteln.

3. Die Vorteilhaftigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses läßt sich nicht, wie z.B. NIPPEL/SCHWEIZER¹⁾ oder EKKENGA²⁾ dies tun, durch einen Vergleich der Aktienkurse vor und nach Ankündigung einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht beurteilen. Daß der Aktienkurs bei einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht nach Ankündigung der Maßnahme größer als vor deren Ankündigung ist, indiziert, wie in Abschnitt C.3 gezeigt wurde, lediglich, daß eine Realisierung des Maßnahmenbündels „Zusatzinvestition und Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht“ vorteilhafter ist als das Unterlassen des gesamten Maßnahmenbündels. Nur zu dieser Frage liefern NIPPEL/SCHWEIZER die passende Analyse. Zur Beurteilung eines Bezugsrechtsausschlusses sind in Situationen, in denen auch die Alternative einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht besteht, wie in Abschnitt C.4 gezeigt, stattdessen zwei Aktienkurse miteinander zu vergleichen, die sich beide auf einen Zeitpunkt zwischen Ankündigung und Durchführung der Maßnahme beziehen und die sich nur durch die Gewährung bzw. den Ausschluß des Bezugsrechts unterscheiden. Ein solcher Vergleich wird von NIPPEL/SCHWEIZER aber gar nicht vorgenommen.
4. In der gewählten Modellwelt eines vollkommenen und informations-effizienten Kapitalmarktes kann ein Bezugsrechtsausschluß für Aktionäre nie vorteilhaft sein. Vorteilhaftigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses kann sich erst aus bislang nicht modellierten Aspekten realer Finanzmärkte ergeben.
5. Der Gesetzgeber ist bei der Regelung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG davon ausgegangen, daß dem Altaktionär bei einem Übereinstimmen des dort genannten Börsenpreises mit dem Emissionskurs junger Aktien kein Vermögensnachteil durch einen Bezugsrechtsausschluß entstehen würde.³⁾ Mit diesem Ausgangspunkt ist es, abgesehen von speziellen Situationen ($r \leq k$), aus theoretischer Sicht nicht kompatibel, den Börsenpreis lt. Gesetz als empi-

1 Vgl. NIPPEL/SCHWEIZER (1994), S. 534, die aus einem Vergleich von zwei Kursen, die inhaltlich den hier als K_- und K_+ ($= K_0^{\text{öBr}}$) bezeichneten Kurs entsprechen, die Folgerung ziehen:

„Der Ausschluß des Bezugsrechts ist daher nur dann im Interesse der Altaktionäre, wenn die Vermögensminderung, die sie durch die Kapitalverwässerung erleiden, durch den auf ihre Aktien entfallenden Vermögenszuwachs, den die Durchführung eines vorteilhaften Investitionsprojektes bewirkt, zumindest ausgeglichen wird.“

2 Vgl. EKKENGA (1994), S. 63, der in dieser Weise unsachgerecht folgert: „Nur wenn und insoweit der Emissionskurs so tief liegt, daß der Börsenkurs unter die Notierungen vor der Kapitalerhöhung herabsinkt, [...] ist der Bezugsberechtigte gesellschaftsrechtlich schutzwürdig.“

3 Dieser gedankliche Ausgangspunkt der Regelung wird in der Gesetzesbegründung explizit angeführt: „Die Gefahr des Kurswertverlustes (Wertverwässerung) besteht dann nicht, wenn die Ausgabe zumindest zum Börsenpreis erfolgt.“ (BUNDESTAG (1994), S. 10)

risch beobachtbaren Aktienkurs vor Ankündigung der Kapitalerhöhung zu interpretieren.¹⁾ Bei solchen Interpretationen wird übersehen, daß den neuen Aktionären bei einem Bezugsrechtsausschluß nicht nur ein Teil des alten Unternehmenswertes, sondern auch ein Teil eines positiven Ankündigungseffektes zufallen kann. Ökonomisch sachgerecht läßt sich der Börsenpreis lt. Gesetz nur alternativ interpretieren als Börsenkurs, der nach Ankündigung der Kapitalerhöhung mit oder ohne Bezugsrecht gelten würde, also alternativ als K_0^{mBr} oder K_0^{oBr} .²⁾

Diese beiden Referenzkurse sind allerdings im Zeitpunkt, in dem der Emissionspreis festzulegen ist, unbekannt.³⁾ Ihre Bestimmung erfordert eine Modellvorstellung von der Aktienkursbildung und wirft daher Ermittlungsprobleme auf. Aus Gründen der Justitiabilität mag daher letztlich doch ein Rückgriff auf empirisch beobachtbare Kurse der Vergangenheit zu rechtfertigen oder sogar unumgänglich sein. Die Gründe dafür lägen aber auf der Ebene praktischer Ermittlungs- und Überprüfungsprobleme und nicht auf der Ebene theoretischer Zusammenhänge.

-
- 1 Bei der Suche nach geeigneten „Börsenpreisen“ werden in der Literatur regelmäßig nur Kurse in Betracht gezogen, die bis zur Festlegung des Emissionspreises empirisch beobachtet werden können; vgl. z.B. CLAUSSEN (1996), S. 612 - 613, GROSS (1994), S. 2433 - 2434, MARSCHBARNER (1994), S. 536 - 537 oder TRAPP (1997), S. 119 - 120. HÜFFER (1997), § 186, Rdn. 39d, stellt fest, daß es sich keinesfalls um einen einzelnen Börsenpreis, sondern nur um einen Durchschnittsbetrag handeln könne, meint damit aber wohl auch den Durchschnitt mehrerer Börsenkurse, die vor Festlegung des Emissionspreises empirisch beobachtet werden können (ähnlich LUTTER (1994), S. 442, diametraler Ansicht TRAPP (1997), S. 120).
 - 2 Die Sachgerechtigkeit dieser Referenzgrößen ergibt sich aus den Relationen (10.3) und (10.4). Die Verwendung beider Referenzgrößen gewährleistet für den Fall, daß der Emissionskurs genau in Höhe der Referenzgröße festgelegt wird, daß das Vermögen der Altaktionäre unabhängig von einer Bezugsrechtsgewährung ist. Unterschiede zwischen beiden Referenzgrößen ergeben sich allerdings für den Fall, daß der Emissionskurs mit einem bestimmten prozentualen Abschlag von diesen Referenzgrößen festgelegt wird. Dann fällt bei gleichem prozentualen Abschlag bei Verwendung von K_0^{oBr} als Referenzgröße der Emissionskurs niedriger aus.
 - 3 Der Kurs K_0^{mBr} bleibt bei einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht sogar ex post hypothetischer Natur.

D „Schutz der Aktionäre vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen durch vereinfachten Bezugsrechtsausschluß“ – eine Skizze der Argumentation

1 Einordnung

Wenn entgegen der vorstehenden Analyse ein Bezugsrecht oftmals als nachteilhaft aus Sicht der Aktionäre beurteilt wird, so geschieht das vor allem mit zwei Gruppen von Argumenten:

- Zum einen soll eine Bezugsrechtsgewährung besonders hohe direkte Kosten durch seine technische Abwicklung verursachen, die letztlich von den Aktionären zu tragen sind.
- Zum anderen soll eine Bezugsrechtsgewährung die Abwicklung einer Kapitalerhöhung erheblich zeitaufwendiger gestalten und so zusätzliche indirekte Kosten verursachen.

Solche Argumente bewegen sich außerhalb der bisher präsentierten Modellierung und sollen hier – zumindest als eigenständige Argumente – nicht behandelt werden.

RAMMERT (1998) liefert allerdings ein zusätzliches Argument gegen Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht, das innerhalb der präsentierten Modellierung liegt. Danach wird mit dem Bezugsrecht „dem Vorstand ein wirksames Instrument an die Hand gegeben, um eine Kapitalerhöhung selbst dann durchzusetzen, wenn eine unrentable Verwendung der aufgenommenen Mittel geplant ist.“¹⁾ Die Möglichkeit einer Ausbeutung der Aktionäre durch das Management soll durch den vereinfachten Bezugsrechtsausschluß erschwert werden.²⁾ Im folgenden soll zunächst verdeutlicht werden, warum das Management im Falle eines Bezugsrechts grundsätzlich in der Lage ist, eine Kapitalerhöhung durchzusetzen, die im eigenen Interesse, aber nicht im Interesse der Aktionäre liegt (Abschnitt 2). Anschließend wird skizziert, warum RAMMERT dieses Ausbeutungspotential im Falle eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses als geringer einschätzt (Abschnitt 3).³⁾ Diese Ausführungen weichen zwar in der Darstellungsweise etwas von RAMMERTs Darstellung ab, bewegen sich aber ganz innerhalb der von ihm unterstellten Modell-

1 RAMMERT (1998), S. 714.

2 Vgl. RAMMERT (1998), S. 722.

3 RAMMERTs Argumentation lehnt sich in weiten Teilen eng an NIEDERNHUBER (1988), S. 253 - 257, und MENKEN (1993), S. 167 - 187 an. Deren Überlegungen sind aber eher allgemeiner Natur, während RAMMERT sie speziell zur Würdigung des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses verwendet.

situation. Eine kritische Auseinandersetzung mit den unterstellten Zusammenhängen bleibt dem nachfolgenden Abschnitt E vorbehalten.

2 Aktionärsausbeutung durch eine unvorteilhafte Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht

Zur Verdeutlichung des Grundgedankens soll zunächst ein Beispiel präsentiert werden. Anschließend wird der Zusammenhang etwas verallgemeinert.

2.1 Ein Beispiel¹⁾

Es wird von einer Situation ausgegangen, in der die Hauptversammlung bereits die Durchführung einer Kapitalerhöhung oder die Einrichtung eines genehmigten Kapitals – jeweils mit Bezugsrecht der Aktionäre – beschlossen hat und in der dem Management bei der Verwendung eines Emissionserlöses noch autonom zu füllende Gestaltungsspielräume verbleiben.

Bisher sei die Eigenkapitalparte des Unternehmens auf 10 Aktien verteilt, die von 10 verschiedenen Aktionären gehalten werden. Der bisherige Erwartungswert jährlicher Dividendensummen betrage 100 GE und der Eigenkapitalkostensatz belaufe sich auf 10% p.a. Daraus ergibt sich ein bisheriger Gesamtmarktwert des Unternehmens von 1.000 GE und ein bisheriger Aktienkurs von 100 GE. Der dem Management verschaffte Ermächtigungsrahmen für eine Kapitalerhöhung entspreche gerade dem bisherigen Grundkapital; es können also maximal 10 junge Aktien emittiert werden. Alle verfügbaren Investitionsprojekte weisen nach erfolgter Investitionsauszahlung jährliche Rückflüsse auf, die im Zeitablauf konstant und von unendlicher Dauer sind.

Im Interesse der Aktionäre liegt die Durchführung einer Kapitalerhöhung nur dann, wenn erzielte Emissionserlöse – bei einem als unverändert unterstellten Eigenkapitalkostensatz – in Projekte investiert werden, die im Erwartungswert eine jährlich konstante Rendite von mehr als 10% erbringen.

Kapitalerhöhungen zur Finanzierung von Investitionen mit einer Rendite von weniger als 10% sind aus Aktionärssicht unvorteilhaft. Solche Kapitalerhöhungen

1 Das Beispiel ist an NIEDERNHUBER (1988), S. 253 - 257, angelehnt, auf den sich auch RAMMERT (1998) bezieht. NIEDERNHUBER will mit dem Beispiel allerdings nicht den Vorteil eines Bezugsrechtsausschlusses verdeutlichen, sondern zeigen, daß die Entscheidung über den Erfolg einer Kapitalerhöhung primär vom Hauptversammlungsbeschluß abhängt und kaum mehr von einer Teilnahmeentscheidung der Aktionäre bei deren Durchführung. Er will so die Wichtigkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen verdeutlichen (vgl. NIEDERNHUBER (1988), S. 257).

werden hier sprachlich verkürzt einfach als „unvorteilhafte Kapitalerhöhungen“ bezeichnet.¹⁾ Nun mögen Investitionsprojekte existieren, die zwar keine 10%-ige Rendite erbringen, von deren Durchführung aber das Management des Unternehmens profitiert. Dann besteht eine Möglichkeit zur Aktionärsausbeutung in dem Sinne, daß die Aktionäre durch das Management zur Finanzierung der sie selbst schädigenden Investition gezwungen werden können.

Um diesen Umstand pointiert zu veranschaulichen, sei angenommen, das Management plane die Einrichtung eines Pensionsfonds für ergraute Manager, der mit 200 GE ausgestattet werden soll, und die dafür erforderlichen Mittel könnten ausschließlich durch eine Kapitalerhöhung beschafft werden.²⁾ Eine höhere Dividenden-erwartung soll sich für die Aktionäre mit der Einrichtung dieses Fonds nicht verknüpfen – aus ihrer Perspektive gleicht die Investition einer reinen Geldverschwendung. Das Management plant zur Finanzierung die Emission 10 junger Aktien, also genau einer jungen Aktie je Altaktie, zu einem Emissionskurs von 20 GE je Aktie. Wie können die Aktionäre nun auf die Ankündigung dieser aus ihrer Sicht unvorteilhaften Kapitalerhöhung reagieren und welche Vermögenskonsequenzen ergeben sich aus möglichen Reaktionsweisen?

Jedem Aktionär stehen mit dem Ausüben und dem Verfallenlassen seines Bezugsrechtes mindestens zwei Handlungsalternativen offen. Die daneben bestehende Möglichkeit eines Bezugsrechtsverkaufs stellt für die hier unterstellte Situation auf jeden Fall eine mindestens schwach dominierte Handlungsalternative dar, und bedarf für das gewählte Beispiel daher keiner eigenen Analyse.³⁾

1 Diese Konstellation meint auch RAMMERT (1998), wenn er von „unrentabler Mittelverwendung“, „Ineffizienz der Neuinvestition“ (z.B. dort S. 714) bzw. „ineffizienter Kapitalerhöhung“ (z.B. dort S. 715) spricht.

2 Eine entsprechende Annahme wird von NIEDERNHUBER (1988), MENKEN (1993) und RAMMERT (1998) nicht getroffen. Implizit liegt sie aber auch ihren Argumentationen zugrunde. Zur Problematik dieser Annahme vgl. Abschnitt E.5.

3 NIEDERNHUBER, MENKEN und RAMMERT lassen die Handlungsalternative eines Bezugsrechtsverkaufs ebenfalls außer Betracht, behaupten allerdings weitergehend, diese Alternative habe für Aktionäre nicht nur in speziellen Situationen, sondern generell dieselben vermögensmäßigen Konsequenzen wie eine Bezugsrechtsausübung und könne daher generell außer Betracht bleiben (vgl. NIEDERNHUBER (1988), S. 257 Fn. 1, MENKEN (1993), S. 169 - 170 und S. 175 - 177 und RAMMERT (1998), S. 714 Fn. 47). Dieser generelle Ausschluß der Alternative eines Bezugsrechtsverkaufs aus der Betrachtung ist jedoch nicht gerechtfertigt. Wie im Anhang A gezeigt wird, werden mit einem solchen Ausschluß bestimmte Strategiealternativen der Aktionäre übersehen. Die Argumentation im Anhang A baut auf dem nachfolgend im Text präsentierten Beispiel auf. Der Anhang A wird also erst nach vollständiger Lektüre dieses Beispiels verständlich.

Welche Konsequenzen sich für einen betrachteten Aktionär aus den beiden Handlungsalternativen ergeben, hängt von zwei Rahmenumständen ab:

- Zunächst ist erheblich, welche Rückwirkungen eine Nichtausübung des Bezugsrechts auf Volumen und Erfolg des geplanten Investitionsprojektes hat. Diesbezüglich wird davon ausgegangen, daß das Investitionsprojekt nur im Umfang der von Altaktionären erzielten Emissionserlöse realisiert wird und daß es bei konstanten Skalenerträgen beliebig teilbar ist.¹⁾
- Für den Fall, daß der Realisierungsgrad geplanter Investitionsprojekte von der Ausübungsquote der Bezugsberechtigten abhängt, ist es zudem erheblich, inwieweit die übrigen Aktionäre ihre Bezugsrechte ausüben oder verfallen lassen. Diesbezüglich sollen hier nur die Fälle explizit betrachtet werden, in denen alle übrigen Aktionäre ihre Bezugsrechte entweder ausüben oder verfallen lassen.

Unter diesen Annahmen verknüpfen sich für einen Aktionär mit den beiden Handlungsalternativen die in Tabelle 2 zusammengestellten Vermögenskonsequenzen – jeweils im Vergleich zu einer Ausgangssituation ohne Kapitalerhöhung und ohne Investitionsdurchführung.

übrige Aktionäre betrachteter Aktionär	... üben ihre Bezugs- rechte aus	... lassen ihre Bezugs- rechte verfallen
... übt sein Be- zugsrecht aus	$2 \cdot \frac{1.000}{20} - 20 - 100$ $= - 20$	$2 \cdot \frac{1.000}{11} - 20 - 100$ $= + 61,82$
... läßt sein Be- zugsrecht ver- fallen	$1 \cdot \frac{1.000}{19} - 100$ $= - 47,37$	$1 \cdot \frac{1.000}{10} - 100$ $= 0$

Tab. 2: Vermögenskonsequenzen von Ausübung und Verfall seines Bezugsrechts für einen Aktionär (im Beispiel)

Üben der betrachtete Aktionär und auch alle anderen Aktionäre ihr Bezugsrecht aus (vgl. linke Spalte, obere Zeile in Tabelle 2), so verteilt sich der Marktwert des

¹ Diese Annahme wird getroffen, um die Argumentationen von NIEDERNHUBER (1998), MENKEN (1993) und RAMMERT (1998) nachvollziehbar machen zu können. Sie wird in Abschnitt E.3 noch zu problematisieren sein.

Unternehmens von unverändert 1.000 GE nach Durchführung der Kapitalerhöhung auf 20 Aktien, von denen der betrachtete Aktionär 2 besitzt. Zur Erlangung dieser Position muß er noch eine Auszahlung in Höhe des Emissionspreises für eine junge Aktie von 20 GE leisten. Im Vergleich zu seinem bisherigen Aktienvermögen von 100 GE ergibt sich damit aus der Kapitalerhöhung eine Vermögensminderung von 20 GE. Die restlichen Einträge in Tabelle 2 sind analog zu lesen.

Für den betrachteten Aktionär erweist sich die Ausübung des Bezugsrechts damit als dominante Handlungsalternative. Da dieses aus Sicht der anderen Aktionäre ebenso gilt, erscheint die plausibelste Folgerung für das Verhalten der Aktionäre, daß sie alle ihr Bezugsrecht ausüben werden.¹⁾ Auch gegenüber gemischten Strategien, in denen Bezugsrechte nur mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ausgeübt werden, bleibt im übrigen die reine Alternative der unbedingten Bezugsrechtsausübung dominant.²⁾ Soweit keine zuverlässige Absprache zur Nichtausübung zwischen den Aktionären getroffen werden kann – und die ist in der Tat schwierig, weil eine solche Absprache große Anreize sie zu brechen, schaffen würde³⁾ – würde also jeder Aktionär, soweit er dem Dominanzprinzip folgt, aus individuellem Kalkül sein Bezugsrecht ausüben, obwohl alle Aktionäre sich damit schlechter stellen als bei einem kollektiven Verfallenlassen ihrer Bezugsrechte.

Dieses Dilemma resultiert daraus, daß jeder einzelne Aktionär mit seiner Teilnahme an der Kapitalerhöhung zwar Vermögen in Höhe des zu leistenden Emissionspreises vernichtet, daß er damit aber wenigstens seinen Anteil am bisherigen Unternehmensvermögen erhalten kann. Der partielle Entzug seines bisherigen Anteils am Unternehmensvermögen stellt in der betrachteten Situation sozusagen

1 Die Entscheidungssituation jedes Aktionärs entspricht der aus dem Gefangenen-Dilemma bekannten Situation (darauf weisen bereits NIEDERNHUBER (1988), S. 255, MENKEN (1993), S. 172 - 175, und RAMMERT (1998), S. 714 hin). Entscheidungssituationen dieses Typs haben bekanntlich keine eindeutige Lösung, sondern – z.B. abhängig von der Zahl der Iterationen des Spiels – nur mehr oder weniger plausible Lösungen (vgl. zur Problematik von Lösungen im Gefangenen-Dilemma z.B. LUCE/RAIFFA (1957), S. 94 - 102 oder FUDENBERG/TIROLE (1991), S. 9 - 10 und S. 110 - 112).

2 Vgl. NIEDERNHUBER (1988), S. 256 - 257, oder allgemein zu dieser Eigenschaft von Situationen des Typs „Gefangenen-Dilemma“ auch BITZ (1981), S. 252.

3 Jeder Aktionär, der die Absprache bräche, könnte dadurch – unter der Annahme, daß er sie als einziger bricht – einen Gewinn von $(61,82 - 0 = 61,82)$ erzielen. Eine Absprache verspräche also nur Erfolg, wenn eine absprachewidrige Ausübung von Bezugsrechten faktisch unmöglich oder mit wirksamen Sanktionen bewehrt wäre. NIEDERNHUBER (1988), S. 257 Fn.2, sieht die einzige Möglichkeit einer wirksamen Absprache darin, „daß sich alle Aktionäre an einem Punkt zusammenfinden und ihre Bezugsrechte gemeinsam verbrennen.“ Zur Problematik einer Absprache vgl. auch RAMMERT (1998), S. 716. MENKEN zeigt, daß – unter bestimmten einschränkenden Annahmen – der Anreiz eines Aktionärs zur Ausübung steigt, wenn andere Aktionäre auf die Ausübung ihrer Bezugsrechte verzichten (vgl. MENKEN (1993), S. 172 - 175).

das Drohpotential dar, mit dem das Management Aktionäre zur Herausgabe einer geforderten Summe zwingen kann.

Im Beispiel würde die Kapitalerhöhung also erfolgreich abgewickelt werden können, obwohl dadurch alle Aktionäre Nachteile erleiden und ausschließlich das Management davon profitiert. Diese Konstellation stellt aus individueller Sicht eines Aktionärs ein Problem dar, weil seine Vermögensposition dadurch gegenüber Managementinteressen ausbeutungsoffen ist.¹⁾

2.2 Verallgemeinerung

Die im Beispiel aufgezeigten Zusammenhänge lassen sich verallgemeinern. Dazu wird von der in Abschnitt B eingeführten Symbolik ausgegangen und untersucht, unter welchen Bedingungen es für einen Aktionär, der bislang eine Beteiligungsquote von q hält, vorteilhafter ist, seine Bezugsrechte auszuüben, als sie ungenutzt verfallen zu lassen.²⁾ Weiterhin wird unterstellt, daß das geplante Investitionsprojekt nur in genau dem Maße durchgeführt werden kann, wie Aktionäre ihre Bezugsrechte ausüben. Auch in der verallgemeinernden Analyse hängt dann die Vorteilhaftigkeit einer Ausübung wiederum vom Ausübungsverhalten der übrigen Aktionäre ab. Aus dem dabei möglichen Kontinuum des Verhaltens anderer Aktionäre werden hier wieder nur die Randpunkte betrachtet, die durch homogenes Verhalten gekennzeichnet sind, also die Fälle, in denen alle übrigen Aktionäre ihre Bezugsrechte entweder ausüben oder verfallen lassen.

Die Vermögenseffekte, die sich für den betrachteten Aktionär aus der Kapitalerhöhung je nach Annahme über sein eigenes Ausübungsverhalten und das Ausübungsverhalten anderer Aktionäre im Vergleich zur Ausgangssituation ohne Kapitalerhöhung und Zusatzinvestition ergeben, sind in den beiden ersten Zeilen der Tabelle 3 zusammengestellt.

1 Diese Variante einer Ausbeutungsmöglichkeit ist von Bedeutung für die Diskussion um die Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik von Unternehmen. Innerhalb dieser Diskussion wird nämlich häufig davon ausgegangen, daß es im Aktionärsinteresse liegt, wenn alle überhaupt ausschüttbaren Mittel zunächst ausgeschüttet werden und bei entsprechendem Mittelbedarf der Unternehmung eine Kapitalerhöhung zur Deckung des Mittelbedarfs durchgeführt werden müsse. Dann sollen die Aktionäre nämlich durch ihre Teilnahmeentscheidung an der Kapitalerhöhung besser steuern können, daß nur aus ihrer Sicht vorteilhafte Investitionen realisiert werden. Dieses Argument pro Ausschüttungen und gegen sogenannte „unternehmensinterne Kapitalmärkte“ (vgl. dazu z.B. NIEDERNHUBER (1988), S. 260 - 292, JUHNKE (1995), S. 239 - 240 mit den dort angegebenen Quellen) ist angesichts des im Beispiel verdeutlichten Erpressungspotentials bei Kapitalerhöhungen, zu denen das Management bereits ermächtigt ist, zu relativieren.

2 Die Möglichkeit eines Bezugsrechtshandels bleibt hier wieder unberücksichtigt.

<div style="text-align: right;">übrige Aktionäre</div> <div style="text-align: left;">betrachteter Aktionär</div>	... üben ihre Bezugsrechte aus	... lassen ihre Bezugsrechte verfallen
... übt seine Bezugsrechte aus	$\Delta V_1 = q \cdot \frac{k \cdot a \cdot K_- + r \cdot n \cdot K_E}{k} - q \cdot n \cdot K_E - q \cdot a \cdot K_-$	$\Delta V_3 = q \cdot \frac{a + n}{a + q \cdot n} \cdot \frac{k \cdot a \cdot K_- + r \cdot n \cdot q \cdot K_E}{k} - q \cdot n \cdot K_E - q \cdot a \cdot K_-$
... läßt seine Bezugsrechte verfallen	$\Delta V_2 = q \cdot \frac{a}{a + (1-q) \cdot n} \cdot \frac{k \cdot a \cdot K_- + r \cdot n \cdot (1-q) \cdot K_E}{k} - q \cdot a \cdot K_-$	$\Delta V_4 = 0$
... übt also aus, wenn	Bedingung I: $K_E < K_E^{I*}$ mit $K_E^{I*} = \frac{K_-}{1 + \left(\frac{q}{1-q} + \frac{n}{a}\right) \cdot \left(1 - \frac{r}{k}\right)}$	Bedingung II: $K_E < K_E^{II*}$ mit $K_E^{II*} = \frac{K_-}{1 + \left(\frac{q}{1-q} + \frac{n}{a} \cdot \frac{q}{1-q}\right) \cdot \left(1 - \frac{r}{k}\right)}$

Tab. 3: Vermögenskonsequenzen von Ausübung und Verfall seines Bezugsrechts für einen Aktionär (allgemein)

Üben alle Aktionäre ihre Bezugsrechte aus (linke Spalte, obere Zeile), dann entspricht der neue Unternehmenswert dem bereits aus Kapitel C bekannten Quotienten. Von diesem neuen Unternehmenswert entfällt nach wie vor die Quote q auf den betrachteten Aktionär. Um diese Beteiligungsquote zu halten, muß er Auszahlungen zwecks Emissionspreisleistung in Höhe von $(q \cdot n \cdot K_E)$ leisten. Zur Bestimmung des Vermögenseffektes der Kapitalerhöhung ist von seinem neuen Vermögen sein Vermögen in der Ausgangssituation ($q \cdot a \cdot K_-$) zu subtrahieren.

Die restlichen Felder der beiden ersten Zeilen aus Tabelle 3 sind ganz analog zu lesen. Dabei ist zu berücksichtigen, daß die Beteiligungsquote des betrachteten Aktionärs

- von q auf $q \cdot \frac{a + n}{a + q \cdot n}$ steigt, wenn nur er seine Bezugsrechte ausübt (rechte Spalte, obere Zeile) und

- von q auf $q \cdot \frac{a}{a + (1 - q) \cdot n}$ fällt, wenn nur die übrigen Aktionäre ihre Bezugsrechte ausüben (linke Spalte, mittlere Zeile).

In der dritten Zeile von Tabelle 3 ist zusätzlich angegeben, unter welchen Bedingungen es für den betrachteten Aktionär – alternativ Ausübung bzw. Verfallenlassen durch die übrigen Aktionäre unterstellt – vorteilhafter ist, seine eigenen Bezugsrechte auszuüben, als sie verfallen zu lassen. Dazu muß die Vermögenswirkung einer Bezugsrechtsausübung (obere Zeile in Tabelle 3) jeweils größer sein als die Vermögenswirkung eines Verfallenlassens (mittlere Zeile in Tabelle 3). Die Ausdrücke K_E^{I*} und K_E^{II*} geben aus Sicht des Managements die kritischen Werte an, die der Emissionskurs unterschreiten muß, um den Aktionär – unter einer bestimmten Annahme über das Verhalten der übrigen Aktionäre – zur Teilnahme an der Kapitalerhöhung zu bewegen. Von einer Teilnahme des Aktionärs kann das Management erst ausgehen, wenn beide kritische Emissionskurse unterschritten werden.¹⁾

Die beiden Bedingungen zeigen folgende Zusammenhänge:

1. Für den hier betrachteten Fall, daß ein unvorteilhaftes Investitionsprojekt durchgeführt werden soll ($r < k$), muß der Emissionskurs K_E auf jeden Fall unterhalb des Aktienkurses $K_$ festgesetzt werden, um den Aktionär zur Teilnahme zu bewegen. Für $r < k$ wird nämlich der Nenner beider Brüche, sowohl in Bedingung I als auch in Bedingung II, größer als eins.
2. Für Aktionäre mit einer Beteiligungsquote von mehr als 50% $\left(\text{also } \frac{q}{1 - q} > 1 \right)$ erweist sich dabei Bedingung II als die schärfere Bedingung, für Aktionäre mit einer Beteiligungsquote von weniger als 50% $\left(\text{also } \frac{q}{1 - q} < 1 \right)$ Bedingung I.
3. Unabhängig davon, welche Bedingung die schärfere darstellt, gilt aber, daß der kritische Emissionspreis K_E^* (mit $K_E^* = \min[K_E^{I*}; K_E^{II*}]$) ceteris paribus um so tiefer liegt,

1 K_E^{I*} ergibt sich aus der Bedingung $\Delta V_1 = \Delta V_2$ und K_E^{II*} aus der Bedingung $\Delta V_3 = \Delta V_4$ durch Äquivalenzumformungen.

- je mehr junge Aktien emittiert werden sollen,¹⁾
- je geringer die Rendite der geplanten Zusatzinvestition ausfällt und
- je größer die Beteiligungsquote des betrachteten Aktionärs ist.

Besondere Beachtung verdient dabei der zuletzt genannte Zusammenhang. Aktionäre verfügen in der modellierten Welt demnach über eine Selbstschutzmöglichkeit gegenüber negativen Vermögenskonsequenzen aus Kapitalerhöhungen zur Finanzierung unvorteilhafter Investitionsprojekte, die um so stärker ausgeprägt ist, je höher ihre Beteiligungsquote ist.²⁾ Dabei ist jeder Aktionär nicht nur entsprechend seiner eigenen Beteiligungsquote geschützt, sondern es gelten folgende Zusammenhänge:

- Läßt ein Aktionär seine Bezugsrechte zum Selbstschutz verfallen, so entwickelt diese Maßnahme Drittschutzwirkung, d.h. daß sich dadurch nicht nur seine eigene Vermögenssituation, sondern gleichzeitig die Vermögenssituation anderer Aktionäre verbessert.
- Gemessen als Vermögenssteigerung pro ursprünglich gehaltener Aktie kann dabei die Drittschutzwirkung sogar die Selbstschutzwirkung übertreffen, aber auch dahinter zurückbleiben.³⁾
- Nichtausübung durch einen Aktionär verstärkt tendenziell die Ausübungsanreize anderer Aktionäre; eine Nichtausübung löst also keine Kettenreaktion gleichgerichteten Verhaltens aus.⁴⁾

1 Dabei ist zu beachten, daß ein geringerer Emissionspreis und eine höhere Zahl junger Aktien gegenläufige Einflüsse auf die Höhe erzielbarer Emissionserlöse haben. Wenn die Zahl junger Aktien erhöht wird, sinkt der je Aktie maximal durchsetzbare Emissionskurs. Wenn die Zahl junger Aktien erhöht wird, steigt aber insgesamt trotzdem die Höhe durchsetzbarer Emissionserlöse. Das läßt sich anhand der partiellen Ableitungen der Emissionserlöse zeigen. Für diese

$$\text{gilt nämlich } \frac{\delta(n \cdot K_E^{I*})}{\delta n} > 0 \text{ und } \frac{\delta(n \cdot K_E^{II*})}{\delta n} > 0.$$

2 Dieser Zusammenhang wird sehr anschaulich an dem Extremfall eines Alleinaktionärs. Das Management kann, wenn alle Aktien von einem einzigen Aktionär gehalten werden, Kapitalerhöhungen nur realisieren, wenn Investitionsprojekte mit $r \geq k$ durchgeführt werden sollen. Das ist unmittelbar plausibel, zeigt sich aber auch anhand von Bedingung II, da für Bedingung II für $r < k$ gilt: $\lim_{q \rightarrow 1} K_E^{II*} = 0$.

3 Zum Beweis dieser Zusammenhänge vgl. Anhang B.

4 Zu einer Analyse dieses Zusammenhanges vgl. MENKEN (1993), S. 172-175.

Zu einer Drittschutzwirkung durch das Verhalten von Großaktionären kommt es aber grundsätzlich nur dann, wenn Nichtausübung dem Selbstschutz der Großaktionäre dient, also etwa nur dann, wenn sie nicht mit dem Management „gemeinsame Sache machen“ und auf anderem Wege als der Erwartung zukünftiger Dividendenzahlungen von den unvorteilhaften Zusatzinvestitionen profitieren.¹⁾ Noch interessanter erscheint allerdings die umgekehrte Interpretationsrichtung dieses Zusammenhangs: Besonders schutzlos gegen Kapitalerhöhungen zur Finanzierung unvorteilhafter Investitionsprojekte sind danach nämlich die Aktionäre sogenannter echter Publikumsgesellschaften, bei denen kein einzelner Aktionär über eine größere Beteiligungsquote verfügt. Die Ausbeutungspotentiale nehmen mit der Zersplitterung der Gesellschafterposition tendenziell zu.

1 Beispielsweise kann ein Kleinaktionär keinen Schutz von einer Bank erwarten, die gleichzeitig Kreditgeber und Großaktionär des Unternehmens ist, wenn es um eine ansonsten unvorteilhafte Zusatzinvestition geht, die aber die Rückzahlungserwartungen aus dem Kreditengagement erhöht.

3 Aktionärsausbeutung durch eine unvorteilhafte Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht

3.1 Generelle Wirkung eines Bezugsrechtsausschlusses

Bei einem Bezugsrechtsausschluß kommen neben den bisherigen Aktionären auch Externe, die bisher keine Aktien der Gesellschaft hielten, als Käufer junger Aktien in Betracht. Externe zeigen – wenn sie davon ausgehen, daß alle angebotenen jungen Aktien verkauft werden – Kaufbereitschaft, solange der Kurs K_+ oberhalb des Emissionskurses K_E liegt:^{1) 2)}

$$K_+ = \frac{k \cdot a \cdot K_- + r \cdot n \cdot K_E}{k \cdot (a + n)} > K_E \quad (12)$$

$$\Leftrightarrow K_E < \frac{K_-}{1 + \frac{n}{a} \cdot \left(1 - \frac{r}{k}\right)}$$

Externe sind damit bei einer aus Aktionärssicht unvorteilhaften Kapitalerhöhung auch zu höheren Emissionskursen als die bisherigen Aktionäre zur Zeichnung

1 Die in (12) vorgenommene Auflösung nach K_E gilt für $r < \left(\frac{a}{n} + 1\right) \cdot k$ und damit auch für den

hier betrachteten Fall einer unvorteilhaften Kapitalerhöhung mit $r < k$. Allgemeiner können drei Fälle unterschieden werden:

$r < k$: Externe zeigen nur Kaufbereitschaft bei Emissionskursen unterhalb eines kritischen Emissionskurses, der kleiner als K_- ist.

$k \leq r < \left(\frac{a}{n} + 1\right) \cdot k$: Externe zeigen nur Kaufbereitschaft bei Emissionskursen unterhalb eines kritischen Emissionskurses größer oder gleich K_- ist.

$r \geq \left(\frac{a}{n} + 1\right) \cdot k$: Externe zeigen Kaufbereitschaft bei jedem beliebigen Emissionskurs, der im Extremfall auch unendlich hoch gewählt werden kann.

In formaler Hinsicht werden diese Zusammenhänge dadurch erkennbar, daß die Obergrenze für den Emissionskurs für $r \rightarrow \left(\frac{a}{n} + 1\right) \cdot k$ zunächst gegen $+\infty$ strebt, und für $r > \left(\frac{a}{n} + 1\right) \cdot k$ für den Emissionskurs dann nur noch negative Wertuntergrenzen, die im Zusammenhang mit einer zusätzlichen Investition nicht mehr sinnvoll ökonomisch interpretierbar sind, gelten.

2 Gehen Externe davon aus, daß nicht alle, sondern nur ein Bruchteil von $X < 1$ der angebotenen jungen Aktien verkauft werden, steigt ihre Zahlungsbereitschaft je Aktie zusätzlich auf

$K_E < \frac{K_-}{1 + \frac{n}{a} \cdot \left(1 - \frac{r}{k}\right) \cdot X}$. Relation (12) gibt also sozusagen die Zahlungsbereitschaft für die letzte

angebotene junge Aktie an.

junger Aktien bereit. Das wird durch einen Vergleich der Relation (12) mit der Bedingung I aus Tabelle 3 erkennbar¹⁾ und ist letztlich trivial, denn Externe verzeichnen bei Zeichnung junger Aktien dieselben Vermögenseffekte wie Aktionäre, abgesehen von daraus resultierenden Wertverlusten bei Altaktien.

Ceteris paribus wird also das Ausbeutungspotential, das den Managern gegenüber den alten Aktionären offensteht, durch einen Bezugsrechtsausschluß noch erhöht.²⁾ Den Aktionären fehlt dann die Möglichkeit eines Selbstschutzes durch Verfallenlassen ihrer Bezugsrechte. Wie groß dieser Nachteil eines Bezugsrechtsausschlusses ist, hängt von der Einzelsituation, insbesondere von der höchsten Beteiligungsquote ab, die ein einzelner Aktionär, für den die Kapitalerhöhung unvorteilhaft ist, hält. RAMMERT sieht diesen Nachteil eines Bezugsrechtsausschlusses begrenzt, denn man würde für die relevante Beteiligungsquote „von einem Wert kleiner als 25% ausgehen dürfen, weil andernfalls der Aktionär über eine Sperrminorität verfügen würde und den Kapitalerhöhungsbeschluß der Hauptversammlung verhindern könnte.“³⁾

1 Ein Vergleich zwischen Relation (12) und Bedingung II aus Tabelle 3 führt demgegenüber auf Anhieb nicht zu einer allgemeingültigen Größenrelation. Für Beteiligungsquoten von $q > 0,5$ – und nur für solche Beteiligungsquoten lieferte Bedingung II eine kritische Grenze für die Festlegung des Emissionspreises – liefert aber auch Bedingung II einen kleineren kritischen Wert für den Emissionspreis als Relation (12).

2 Insofern erscheint es zumindest sehr irreführend, wenn NIEDERNHUBER (1988), S. 254, feststellt, daß das Bezugsrecht von den Unternehmensverwaltungen zum Schaden der Aktionäre eingesetzt werden kann, weil sie Aktionäre mit diesem Instrument zur Teilnahme an unvorteilhaften Kapitalerhöhungen zwingen können. Die von NIEDERNHUBER gemeinte Schädigungsmöglichkeit resultiert nämlich gar nicht aus dem Bezugsrecht, sondern aus niedrigen Emissionskursen. Sie wird durch Bezugsrechte innerhalb des bisher diskutierten Modells sogar tendenziell noch gemindert.

3 RAMMERT (1998), S. 715, der als gesetzliche Grundlage für die Sperrminorität fälschlicherweise auf die §§ 192 Abs. 1, 193 Abs. 1 und 202 Abs. 1 AktG, die sich nicht auf die diskutierten Kapitalerhöhungsarten bzw. nicht auf dazu erforderliche Stimmenmehrheiten beziehen, verweist.

3.2 Besondere Wirkung eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses

Zu einem Schutz der Aktionäre vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen führt ein Bezugsrechtsausschluß erst dann, wenn die *ceteris paribus*-Annahme aufgegeben und statt dessen unterstellt wird, daß

- eine Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluß zu einem Emissionskurs durchgeführt wird, der in Höhe des aktuellen Börsenpreises oder nur unwesentlich darunter liegt,
- während eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht zu einem Emissionskurs deutlich unterhalb des aktuellen Börsenpreises erfolgt.¹⁾

Auf dieser Annahme über den Zusammenhang zwischen Bezugsrecht und Höhe des Emissionskurses basiert die Argumentation von RAMMERT. Akzeptiert man vorläufig die Annahme, so könnte sich für Aktionäre aus einem Bezugsrechtsausschluß tatsächlich partiell ein Schutz vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen ergeben.

a) Emissionspreis entspricht Börsenpreis

Vollständig wäre dieser Schutz, wenn eine Kapitalerhöhung bei Ausschluß eines Bezugsrechts zu einem Emissionskurs genau in Höhe des vor Ankündigung der Maßnahme geltenden Börsenpreises erfolgen müßte.²⁾ Dies läßt sich anhand der Bedingung erkennen, die erfüllt sein muß, damit sich bisher unbeteiligte Dritte zur Zeichnung junger Aktien bereitfinden.

Für die Zeichner von jungen Aktien ist die Zeichnung nur dann vorteilhaft, wenn der Börsenkurs junger Aktien nach Zeichnung nicht unter dem Emissionskurs liegt, wenn also Relation (12) gilt. Diese Bedingung ist genau dann erfüllt, wenn für die Rendite der geplanten Zusatzinvestition gilt:

$$r \geq k \left(1 - \frac{a}{n} \cdot \frac{K_- - K_E}{K_E} \right). \quad (13)$$

Unter der Bedingung, daß eine Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht zum Börsenpreis durchgeführt werden muß ($K_E = K_-$), kommt es also bei unvorteilhafter Mittelverwendung ($r < k$) überhaupt nicht zur Zeichnung junger Aktien. Nach der

1 Eine generelle Beschränkung des Emissionskurses nach unten ergibt sich aus dem sogenannten Verbot einer Unter-Pari-Emission des § 9 AktG. Deren restriktive Wirkung wird hier als vernachlässigbar angesehen.

2 Vgl. dazu MENKEN (1993), S. 183-187, und RAMMERT (1998), S. 716-717.

Ankündigung einer solchen unvorteilhaften Kapitalerhöhung würde am Aktienmarkt zwangsläufig die Unverkäuflichkeit der jungen Aktien erwartet und der Kurs der Altaktien würde sich durch die Ankündigung nicht verändern ($K_0 = K_-$). Jeder Anleger, der dann trotzdem junge Aktien zu $K_E = K_-$ zeichnen würde, könnte absehen, daß der Kurs der Aktien unter K_E fallen würde, sobald der unerwartete (Teil)Erfolg der Kapitalerhöhung am Aktienmarkt bekannt würde. Bei unvorteilhaften Kapitalerhöhungen zum Börsenpreis werden sich daher erst gar keine Zeichner für die jungen Aktien finden.¹⁾

b) Emissionspreis nicht wesentlich unter dem Börsenpreis

Wird eine Kapitalerhöhung zu einem Emissionspreis geplant, der, wie § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG es im Falle des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses vorschreibt, „den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet“, so lassen sich auch für aus Aktionärssicht unvorteilhafte Kapitalerhöhungen Externe als Zeichner gewinnen. Anhand von Relation (13) wird deutlich, daß für $K_E < K_-$ auch für Zusatzinvestitionen mit $r < k$ Mittel im Wege der Eigenfinanzierung grundsätzlich beschaffbar sind. Die Möglichkeiten zur Eigenfinanzierung unrentabler Investitionen werden durch eine Begrenzung des Abschlags vom Börsenpreis vor Ankündigung der Kapitalerhöhung allerdings beschränkt.

Um das Ausmaß abschätzen zu können, in dem diese Möglichkeiten beschränkt werden, bedarf es einer Präzisierung der gesetzlichen Vorgabe in mindestens zwei Punkten:

- Zum einen bedarf es einer Präzisierung, welcher Börsenpreis, der nicht wesentlich unterschritten werden darf, im Gesetz gemeint ist. Dazu wird hier – wie das in diesem Abschnitt auch ohne Problematisierung bisher bereits geschehen ist – zunächst davon ausgegangen, daß ein hier mit K_- bezeichneter Aktienkurs vor Ankündigung von Kapitalerhöhung und Investitionsmaßnahme gemeint ist.

1 Dazu sind neben den hier ohnehin unterstellten Annahmen genaugenommen zwei weitere Annahmen erforderlich. Zum einen muß ein Käufer, der eine Aktie zum Kurs von K_- erwirbt, erkennen können, daß es sich um eine junge Aktie handelt. MENKEN (1993), S. 183 schlägt daher eine Kennzeichnungspflicht für junge Aktien vor (ähnlich schon NIEDERNHUBER (1988), S. 287). Zum anderen muß ausgeschlossen sein, daß Zeichnern junger Aktien die Zeichnung mit Sondervorteilen schmackhaft gemacht werden kann. Solche Sondervorteile könnten sich etwa dann ergeben, wenn die Zeichner junger Aktien einen Paketzuschlag einsparen könnten, den sie beim ohnehin geplanten Erwerb einer gleichen Zahl alter Aktien leisten müßten (vgl. zu dieser Annahme RAMMERT (1998), S. 717), oder wenn Zeichnern junger Aktien eine Kompensation bei künftigen „attraktiven“ Kapitalmaßnahmen in Aussicht gestellt werden könnte.

- Zum anderen bedarf es einer Präzisierung, was im Gesetz mit „nicht wesentlich“ gemeint ist. Die Literaturdiskussion um eine Auslegung dieses unbestimmten Rechtsbegriffs orientiert sich weitgehend an einer Stellungnahme, die der Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages im Zuge des Gesetzgebungsverfahrens abgegeben hat. Dort wird festgestellt: „In der Regel wird der Abschlag also bei etwa 3% liegen können, maximal bei ca. 5%.“¹⁾

Wenn von dem Aktienkurs vor Ankündigung von Kapitalerhöhung und Investitionsmaßnahme als relevantem Börsenpreis ausgegangen wird, dann läßt sich der verbleibende Spielraum des Managements für unrentable Kapitalerhöhungen unmittelbar aus Relation (13) ablesen. Zwei numerische Konkretisierungen von Relation (13) machen den verbleibenden Spielraum dabei besonders deutlich.

Will das Management für eine Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschuß den gesetzlichen Maximalrahmen von 10% des bisherigen Grundkapitals ausschöpfen $\left(\frac{a}{n} = \frac{1}{0,1}\right)$ und geht man von einem maximal zulässigen Kursabschlag von 5% aus, dann ist diese Kapitalerhöhung solange erfolgreich, wie Investitionsprojekte geplant werden, die mindestens 47,4% der Rendite von ansonsten im Unternehmen durchgeführten Investitionsprojekten liefern.

Plant das Management hingegen die Verschwendung des Emissionserlöses ($r = 0$), so ist die Kapitalerhöhung zur Finanzierung dieser Verschwendung (wiederum bei 5% maximalem Kursabschlag) solange erfolgreich, wie die Kapitalerhöhung auf 5,26% des bisherigen Grundkapitals beschränkt bleibt.

Durch die Möglichkeit eines 5%-igen Kursabschlages verbleibt dem Management also auch bei einer Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschuß noch erhebliches Potential zur Durchsetzung unvorteilhafter Kapitalerhöhungen. Die restliche Schutzwirkung, die eine Begrenzung des Kursabschlages auf maximal 5% Aktionären bieten kann, ist darüber hinaus noch in zweierlei Hinsicht zu relativieren:

- Die Schutzwirkung kann vom Management unterminiert werden, soweit ihm die Möglichkeit offensteht, eine größere Emission in mehrere kleine Sukzes-

1 BUNDESTAG (1994a), S. 9. In der Literatur wird diese Interpretation weitgehend übernommen (vgl. z.B. MARSCH-BARNER (1994), S. 537, GROSS (1994), S. 2435). LUTTER (1995), Nachtrag zu § 186, Rdn. 15, hält davon abweichend maximal einen Kursabschlag von 3% für „nicht wesentlich“. Seine Minderheitenmeinung begründet LUTTER in LUTTER (1994), S. 442 allerdings mit dem unqualifizierten Argument, daß auf einen durchschnittlichen Börsenpreis eines bestimmten Zeitraums abzustellen sei und ein solcher Durchschnittskurs bereits automatisch einen gewissen Sicherheitsabschlag impliziert. Die Argumentation von LUTTER für die Ermittlung von Durchschnittskursen und einen reduzierten Kursabschlag zeigt neben diesem offensichtlichen Fehler weitere nicht nachvollziehbare Gedankensprünge.

sivemissionen zu zerlegen.¹⁾ Solche Untermierungsmöglichkeiten dürften bei der Ausnutzung genehmigten Kapitals in der Regel bestehen.

- Die Schutzwirkung kann aber auch wesentlich schwächer ausfallen, wenn entweder der Börsenpreis im Sinne von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG nicht als Aktienkurs vor, sondern nach Ankündigung der Kapitalerhöhung zu interpretieren ist, oder der Börsenpreis im Sinne von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG zwar als Aktienkurs vor Ankündigung der Kapitalerhöhung zu interpretieren ist, aber der Markt bereits vor Festlegung des Emissionspreises über die sonstigen Modalitäten der Kapitalerhöhung und Mittelverwendung informiert wird.

Die zuletzt angesprochene Möglichkeit bedarf einer etwas genaueren Betrachtung. Dabei sei zunächst der Fall betrachtet, daß der Börsenpreis im Sinne von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG als Aktienkurs nach Ankündigung der Kapitalerhöhung zu interpretieren ist. Unter Ankündigung soll dabei die Bekanntgabe aller Modalitäten der Kapitalerhöhung, also auch die des Emissionspreises und der geplanten Mittelverwendung, verstanden werden.

Daß in diesem Fall die Schutzwirkung des maximalen Kursabschlags vom Aktienkurs deutlich schwächer als bei Interpretation des Börsenpreises als Kurs vor Ankündigung ausfallen kann, wird deutlich, wenn man wieder von dem vorstehenden Beispiel ausgeht: Es soll eine Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluß durchgeführt werden. Der maximal zulässige Abschlag vom Aktienkurs – diesmal aber interpretiert als Aktienkurs nach Ankündigung – soll 5% betragen, das Emissionsvolumen soll dem gesetzlich maximal zulässigem Volumen von 10% des bisherigen Grundkapitals entsprechen und es ist wieder eine Verschwendung des Emissionserlöses geplant.

Bei der Fixierung des Emissionspreises könnte das Management nun von folgenden Überlegungen ausgehen: Werden dem Markt die Modalitäten der Kapitalerhöhung mitgeteilt und geht der Markt vom Gelingen der Kapitalerhöhung aus, so wird sich nach dieser Ankündigung unabhängig vom festgelegten Emissionspreis ein Aktienkurs einstellen, der 90,9% des zuvor geltenden Aktienkurses entspricht.²⁾ Unter dieser Annahme könnte das Management für Emissionspreise zwischen 86,4% und 90,9% des vor Ankündigung geltenden Aktienkurses davon ausgehen, daß die gesetzliche Vorgabe eingehalten wird und diese extrem unvorteilhafte Kapitalerhöhung dann auch im Volumen von 10% des bisherigen Grundkapitals erfolgreich durchgeführt werden könnte. Insoweit würde eine Interpreta-

1 Diese Umgehungsmöglichkeit sieht auch RAMMERT (1998), S. 718.

2 Ein unverändertes Unternehmensvermögen – die Emissionserlöse werden ja verschwendet – würde sich nach Kapitalerhöhung auf 110% der zuvor umlaufenden Aktien verteilen.

tion des Börsenpreises als Aktienkurs nach Ankündigung der Kapitalerhöhung dem Management also deutlich erweiterte Möglichkeiten zur Aktionärsausbeutung eröffnen – das Volumen der zu Verschwendungszwecken geplanten Kapitalerhöhung könnte von 5,26% auf 10% des bisherigen Grundkapitals erhöht werden. Dieses erweiterte Ausbeutungspotential resultiert daraus, daß, sobald der Markt vom Gelingen der Kapitalerhöhung ausgeht, alle bekannten negativen Effekte einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht bereits mit Ankündigung der Maßnahme im Aktienkurs vorweggenommen werden. Der Kursabschlag zur Bestimmung des minimal möglichen Emissionspreises kann dann bereits im vorhinein von diesem zu erwartenden, verminderten Aktienkurs vorgenommen werden. Durch entsprechende Wahl des Emissionspreises könnte der Abschlag vom Kurs nach Ankündigung auch für unvorteilhafte Kapitalerhöhungen dabei sogar auf Null reduziert werden.¹⁾

Interessant ist dieser Zusammenhang vor allem deshalb, weil in Abschnitt C.5 festgestellt wurde, daß der Aktionär einen Verwässerungsschutz in dem vom Gesetzgeber intendierten Maße nur erlangt, wenn ein Aktienkurs nach Ankündigung der Kapitalerhöhung den Referenzwert zur Bemessung des minimalen Emissionspreises bildet. Nur dann ist gewährleistet, daß auch positive Ankündigungseffekte vollumfänglich den Altaktionären zugute kommen. Der hier aufgezeigte reduzierte Schutz vor unrentablen Kapitalerhöhungen erweist sich letztlich als Kehrseite derselben Medaille. Mit einem Schutz vor Verwässerung positiver Ankündigungseffekte geht ein verminderter Schutz vor dem Eintritt negativer Ankündigungseffekte, wie sie bei Ankündigung einer unvorteilhaften Kapitalerhöhung auftreten, einher.

Für die bisherigen Überlegungen des Managements wurde allerdings einfach unterstellt, daß der Markt in Erwartung einer erfolgreichen Durchführung mit der Ankündigung der Kapitalerhöhung alle negativen Effekte im Kurs vorwegnehmen wird. Es ist nun noch der Frage nachzugehen, unter welchen Bedingungen diese Annahme gerechtfertigt ist.

1 Im Beispiel wäre dazu ein Emissionskurs von 90,9% des Aktienkurses vor Ankündigung festzulegen. Allgemein müßte dazu ein Emissionspreis gemäß der Relation

$$K_E = \frac{k \cdot a \cdot K_- + r \cdot n \cdot K_E}{k \cdot (a + n)} \Leftrightarrow K_E = \frac{K_-}{1 + \frac{n}{a} \cdot \left(1 - \frac{r}{k}\right)}$$

festgelegt werden. Damit ist RAMMERT (1998), S. 718, zuzustimmen, wenn er behauptet: „Nachdem die negativen Erwartungen antizipiert sind, können auf dem ermäßigten Kursniveau die jungen Aktien auch ohne Preisabschlag am Markt untergebracht werden.“ Dieser Zusammenhang gilt allerdings nicht generell, wie die Darstellung von RAMMERT vielleicht vermuten läßt, sondern immer nur für höchstens einen Emissionskurs.

Gibt das Management einen Emissionskurs von K_E und ein Emissionsvolumen von n Aktien bekannt, so wäre bei Verschwendung der Emissionserlöse ein Kauf junger Aktien aus individueller Perspektive eines Dritten, der bisher nicht an der Gesellschaft beteiligt ist, solange vorteilhaft, wie für die Zahl verkaufter junger Aktien n' die Bedingung

$$\frac{k \cdot a \cdot K_-}{(a + n') \cdot k} > K_E \quad \text{bzw.} \\ n' < a \cdot \frac{K_- - K_E}{K_E} \quad (14)$$

gilt.¹⁾

Bei einer geplanten Kapitalerhöhung von 10% des bisherigen Grundkapitals, ist für Emissionskurse, für die $K_E \geq \frac{1}{1,1} \cdot K_-$ gilt, dementsprechend damit zu rechnen, daß ein Bruchteil von $\left[10 \left(\frac{K_-}{K_E} - 1 \right) \right]$ der angebotenen jungen Aktien gekauft wird. Für Emissionskurse, für die $K_E < \frac{1}{1,1} \cdot K_-$ gilt, ist damit zu rechnen, daß alle angebotenen jungen Aktien verkauft werden können.

Bei Emissionspreisen unterhalb von 90,9 ist im Beispiel also auch der Kauf der letzten angebotenen Aktie aus Käufersicht noch vorteilhaft. Daher kann das Management bei Emissionskursen zwischen 86,4% und 90,9% des vor Ankündigung geltenden Aktienkurses tatsächlich davon ausgehen, daß die geplante Kapitalerhöhung in vollem Umfang gelingt. Diese Erwartung müssen rationalerweise auch alle anderen Marktteilnehmer haben. Das Gelingen der Kapitalerhöhung wird daher bereits in $t = 0$ durch einen Aktienkurs von 90,9 eskomptiert. Damit finden sich bei Emissionskursen zwischen 86,4% und 90,9% des vor Ankündigung geltenden Aktienkurses nicht nur für alle angebotenen Aktien Käufer, sondern bleibt der Preisabschlag vom nach Ankündigung geltenden Aktienkurs auch innerhalb des gesetzlich zulässigen Rahmens.

Weitergehend stellt sich die Frage, ob es eine Nutzung des aufgezeigten zusätzlichen Ausbeutungspotentials überhaupt erfordert, daß Kursabschläge von Aktienkursen nach Bekanntgabe des Emissionspreises zu berechnen sind. Denkbar ist auch, daß die Ankündigung der Kapitalerhöhung und der geplanten Mittelverwendung in zwei Schritten vorgenommen wird: In einem ersten Schritt werden alle

1 Dabei wird unterstellt, daß junge Aktien sukzessive verkauft werden und Kaufinteressenten über die Zahl bereits verkaufter Aktien informiert sind.

Informationen, außer der Zahl zu emittierender Aktien und des genauen Emissionspreises, an den Markt gegeben. Diese beiden Informationen würden dann erst in einem zweiten Schritt gegeben. Bei diesem zweiseitigen Informationsverhalten würde sich bereits nach dem ersten Informationsschritt und vor Festlegung des Emissionspreises zumindest ein Teil der negativen Kurseffekte im Aktienkurs niederschlagen.¹⁾

1 Die Vorwegnahme negativer Kurseffekte kann dabei im Vergleich zum Aktienkurs, der sich nach Bekanntgabe aller Modalitäten der Kapitalerhöhung einstellt, zu gering, aber auch zu hoch ausfallen, weil die genaue Höhe der Kurseffekte auch von den fehlenden Informationen über die Zahl der zu emittierenden Aktien und über den Emissionspreis abhängt. Über diese Informationen können am Markt zunächst nur unsichere Erwartungen gebildet werden.

Im vorstehenden numerischen Beispiel konnten Kurseffekte nur deshalb exakt eskomptiert werden, weil die Zahl der Aktien bekannt und die Höhe des Emissionspreises wegen der geplanten Verschwendung von Emissionserlösen irrelevant war.

E „Schutz der Aktionäre vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen durch vereinfachten Bezugsrechtsausschluß“ – eine kritische Analyse der Argumentation

1 Vorbemerkung

Daß ein vereinfachter Bezugsrechtsausschluß Aktionäre allenfalls in sehr beschränktem Maße vor einer Ausbeutung durch unvorteilhafte Kapitalerhöhungen zu schützen vermag, wurde bereits in der vorstehenden, relativ eng an RAMMERTS Argumentation angelehnten Analyse deutlich. Diese Analyse weist aber noch eine ganze Reihe von Schwächen auf. Insbesondere unterstellt sie verschiedene Zusammenhänge, durch die reale Gegebenheiten nur sehr unzulänglich abgebildet werden. Nachfolgend werden einige kritische Aspekte der Analyse aufgezeigt. Die Kritikpunkte sind danach geordnet, wie grundsätzlich die Argumentation von RAMMERT in Frage gestellt wird. Die Grundsätzlichkeit der Kritikpunkte und damit die Entfernung von dem präsentierten Modell nimmt im Verlauf zu. Bei Berücksichtigung dieser zusätzlichen Aspekte verliert das Argument, daß ein vereinfachter Bezugsrechtsausschluß Aktionäre vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen zu schützen vermag, jegliche Überzeugungskraft.

2 Weniger Schutz im Bezugsrechtsfall?

Über eine Schutzmöglichkeit vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen verfügen Aktionäre in der unterstellten Modellwelt grundsätzlich auch im Fall einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht. Diese Schutzmöglichkeit besteht im Verfallenlassen der Bezugsrechte. Das Ausmaß ihrer Schutzwirkung hängt, wie in Abschnitt D.2 gezeigt wurde, von der Beteiligungsquote des größten Aktionärs ab.

Wird statt einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht eine Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechtsausschluß durchgeführt, so entfällt diese Selbstschutzmöglichkeit und an ihre Stelle tritt ein Schutz, der aus einer Limitierung des maximal zulässigen Kursabschlags resultiert. Ob sich damit der Schutz vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen erhöht oder vermindert, hängt auch vom Einzelfall ab, da die Stärke der entgehenden Selbstschutzmöglichkeit von der Beteiligungsquote des größten Aktionärs abhängt und diese sich von Fall zu Fall unterscheiden kann.

Folgt man der Argumentation von RAMMERT, so entgeht mit einem Bezugsrechtsausschluß allerdings maximal eine Schutzwirkung, wie sie sich für einen Aktionär mit einer Beteiligungsquote von (knapp) 25% ergibt, „da der Aktionär andernfalls

über eine Sperrminorität verfügen würde und den Kapitalerhöhungsbeschluß der Hauptversammlung verhindern könnte.“¹⁾

Selbst wenn man zunächst akzeptiert, daß die relevante Beteiligungsquote über die ein einzelner Aktionär, der die Kapitalerhöhung verhindern will, maximal 25% betragen kann, kann die mit einem Bezugsrechtsausschluß aufgegebene Selbstschutzmöglichkeit doch erheblich sein. Unterstellt man etwa wieder eine Kapitalerhöhung im Volumen von 5% des bisherigen Grundkapitals und eine geplante Verschwendung der Emissionserlöse, so wäre bei einer Beteiligungsquote eines einzelnen Aktionärs von 25% die Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht vom Management nur durchsetzbar, wenn der Emissionskurs weniger als 72,3% des Aktienkurses vor Ankündigung der Kapitalerhöhung betragen würde.²⁾ Hat die Hauptversammlung in ihrem Kapitalerhöhungsbeschluß einen höheren Mindestemissionskurs festgelegt,³⁾ so wäre diese unvorteilhafte Kapitalerhöhung nicht durchsetzbar, während sie, wie im vorausgehenden Abschnitt gezeigt wurde, im Falle eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses problemlos durchsetzbar wäre.

Aber auch die Argumentation, nach der die relevante Beteiligungsquote maximal 25% betragen soll, weil ansonsten der Kapitalerhöhungsbeschluß verhindert werden könnte, erweist sich bei genauerer Betrachtung als von nur vordergründiger Plausibilität. Um dies zu erkennen, erscheint es hilfreich, sich ein genaueres Bild von den Situationen, in denen Aktionäre einer Ausbeutung durch eine unvorteilhafte Kapitalerhöhung ausgesetzt sein können, zu machen. Zwei Situationstypen sind von Interesse:⁴⁾

- Zum einen ist es möglich, daß ein Aktionär von der Unvorteilhaftigkeit einer Kapitalerhöhung bereits Kenntnis hat, bevor die Hauptversammlung den Kapitalerhöhungsbeschluß faßt. Der Beschluß wird bei gleicher Informationslage und Betroffenheit anderer Aktionäre dann unabhängig von Beteiligungsquoten einzelner Aktionäre erst gar nicht zustande kommen, weil alle

1 Rammert (1998), S. 715.

2 Vgl. Bedingung I aus Tabelle 3. Daraus ergibt sich für die skizzierte Kapitalerhöhung

$$K_E < \frac{1}{1 + \left(\frac{0,25}{1,75} + 0,05 \right)} \cdot K_- \quad \text{bzw.} \quad K_E < \frac{60}{83} K_-.$$

3 Dies ist rechtlich möglich; gemäß § 182 Abs. 3 AktG für eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen und gemäß § 204 Abs. 1 Satz 1 AktG für eine Kapitalerhöhung durch Ausnutzung genehmigten Kapitals.

4 Zur Vereinfachung wird davon ausgegangen, daß alle Aktionäre die Hauptversammlung, auf der die Kapitalerhöhung beschlossen wird, persönlich besuchen. NIEDERNHUBER (1988), S. 254 weist auf besondere Probleme hin, die sich ergeben können, wenn Aktionäre sich durch Banken vertreten lassen.

Aktionäre gegen die Kapitalerhöhung stimmen werden. Sperrminoritäten können in dieser Situation erst Relevanz erlangen, wenn ein Teil der Aktionäre auf anderem Wege als durch zukünftige Dividendenzahlungen von der Kapitalerhöhung profitiert. Im Extremfall wäre vorstellbar, daß die Kapitalerhöhung nur für einen einzigen Aktionär unvorteilhaft ist. Er könnte dann alleine die Kapitalerhöhung verhindern, wenn er über 25% der Stimmen verfügen könnte.¹⁾ Für diese Situation erscheint es also gerechtfertigt, für einen Aktionär, dem die Kapitalerhöhung unvorteilhaft erscheint, eine Beteiligungsquote von 25% als Obergrenze für die Frage, ob er von seinem Bezugsrecht Gebrauch machen soll, anzunehmen.

- Zum anderen besteht aber auch die Möglichkeit, daß ein Aktionär Kenntnis von der Unvorteilhaftigkeit einer Kapitalerhöhung erst erlangt, nachdem die Hauptversammlung einen entsprechenden Beschluß bereits gefaßt hat. Besonders offensichtlich ist die Möglichkeit solcher Situationen beim Beschluß über die Einrichtung eines genehmigten Kapitals,²⁾ wenn die gegebenenfalls mit den Emissionserlösen zu finanzierenden Investitionsprojekte zum Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses noch gar nicht bekannt sind. In einer solchen Situation kann sich auch ein Aktionär, der über mehr als 25% der stimmberechtigten Aktien verfügt, letztlich einer unvorteilhaften Kapitalerhöhung gegenübersehen, die er eventuell noch durch Nichtteilnahme, aber nicht mehr durch seinen Stimmrechtseinfluß verhindern kann. In solchen Situationen kann ein Bezugsrecht in der unterstellten Modellwelt also Selbstschutzmöglichkeiten bieten, die über die von RAMMERT und auch von MENKEN in Betracht gezogenen Möglichkeiten hinausgehen. Diese weitergehenden Selbstschutzmöglichkeiten werden mit einem vereinfachten Bezugsrechtsausschluß ebenfalls aufgegeben.

Insgesamt kann damit festgestellt werden, daß Aktionäre mit einem vereinfachten Bezugsrechtsausschluß nicht nur Schutz vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen erlangen, sondern – zumindest in der Modellierung von NIEDERNHUBER, MENKEN und RAMMERT – auch nicht unerhebliche Möglichkeiten zum Selbstschutz vor ebensolchen aus der Hand geben. Die aufgegebenen Selbstschutzmöglichkeiten können dabei durchaus größer sein, als sie sich für einen Aktionär mit einer Beteiligungsquote von 25% ergeben.

1 Vgl. § 182 Abs. 1 und § 202 Abs. 2 AktG.

2 Diese Möglichkeit einer Kapitalerhöhung wird im Vergleich zur ordentlichen Kapitalerhöhung mittlerweile als der empirische Normalfall betrachtet. Vgl. z.B. schon HEINSIUS (1991), S. 115.

3 Abhängigkeit der Emissionserlöse vom Plazierungserfolg?

In der bisherigen Analyse wurde analog zu NIEDERNHUBER, MENKEN und RAMMERT unterstellt, daß dem Management nach Abschluß einer Kapitalerhöhung geplante Emissionserlöse in genau dem Bruchteil zur Verfügung stehen, wie Bezugsrechte ausgeübt wurden bzw. wie bei einer bezugsrechtsfreien Emission Aktien bei Anlegern plaziert werden konnten. Diese Annahme bildet die bestehenden rechtlichen und faktischen Gegebenheiten in der Bundesrepublik Deutschland nicht sachgerecht ab.

a) Emission ohne Übernahmezusage

Emittiert die Unternehmung die Aktien ohne Einschaltung eines Finanzintermediärs, der eine unbedingte oder bedingte Übernahmezusage für die jungen Aktien gibt,¹⁾ so kann die Gesellschaft nach Ablauf einer Bezugsfrist über die nichtbezogenen Aktien frei von Bezugsansprüchen verfügen. Die Verwertung nichtbezogener Aktien muß dann zum besten am Markt erzielbaren Preis erfolgen; ansonsten unterliegt die Gesellschaft bei der Verwertung der nichtbezogenen Aktien aber kaum Beschränkungen. Sie kann die Aktien auch an bisherige Nichtaktionäre verkaufen, muß nur am Kauf interessierte Aktionäre untereinander gleich behandeln.²⁾

Gelingt die Verwertung nichtbezogener Aktien bis zu dem im Zeichnungsschein genannten letzten Eintragungstermin,³⁾ dann kann die Kapitalerhöhung vom Management trotz Nichtausübung eines Teils der Bezugsrechte im vollen geplanten Umfang realisiert werden. Abweichungen beim erzielten Emissionserlös können sich dadurch ergeben, daß der Emissionskurs bei freier Verwertung nicht unbedingt mit dem im Kapitalerhöhungsbeschluß festgelegten Emissionskurs übereinstimmen muß. Gelingt die Verwertung nichtbezogener Aktien hingegen nicht bis

1 Diese Situation liegt bei einer Selbstemission oder bei einer Fremdemission mit Einschaltung eines reinen Begebungskonsortiums vor (vgl. dazu z.B. BITZ (1998), S. 147 - 149, KOLLAR (1995), Sp. 501 - 502, SCHIERENBECK/HÖLSCHER (1998), S. 534 - 537).

2 Vgl. HEFERMEHL/BUNGEROTH (1989), § 186, Rdn. 64 - 66, WIEDEMANN (1995), § 186, Rdn. 97, der auch auf besondere Erfordernisse für den Fall hinweist, daß nicht bezogene Aktien zu einem Kurs verwertet werden sollen, der unterhalb des im Kapitalerhöhungsbeschluß festgelegten Kurses liegt.

3 Nach § 185 Abs. 1 Satz 3 Nr. 4 AktG muß der Zeichnungsschein einen Zeitpunkt enthalten, an dem die Zeichnung unverbindlich wird, wenn nicht bis dahin die Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals eingetragen ist. Diese Regelung zur ordentlichen Kapitalerhöhung gilt nach § 203 Abs. 1 AktG auch für eine Inanspruchnahme genehmigten Kapitals.

zum Termin laut Zeichnungsschein, so ist eine in bestimmtem Umfang beschlossene Kapitalerhöhung insgesamt gescheitert.¹⁾

Nach geltendem Recht kann eine Kapitalerhöhung bestimmten Umfangs also nur vollständig gelingen oder vollständig scheitern. Der modellierte Zusammenhang, nach dem eine Kapitalerhöhung genau in dem Umfang realisiert wird, wie Bezugsrechte ausgeübt werden, ist gerade nicht möglich. Geht man davon aus, daß der Gesellschaft eine termingerechte Unterbringung nichtbezogener Aktien nicht gelingt, was bei einem Emissionspreis unterhalb des nach Kapitalerhöhung zu erwartenden Aktienkurses weniger wahrscheinlich ist, besteht für Aktionäre eine perfekte Selbstschutzmöglichkeit. Geht man davon aus, daß der Gesellschaft eine termingerechte Unterbringung nichtbezogener Aktien gelingt, ist damit auch die im Modell diskutierte Selbstschutzmöglichkeit von Aktionären faktisch nicht existent. Die Argumentation von NIEDERNHUBER, MENKEN und RAMMERT geht auf jeden Fall an der Realität vorbei.

b) Emission mit Übernahmezusage

Emittiert die Unternehmung die Aktien unter Einschaltung eines Finanzintermediärs, der eine unbedingte oder bedingte Übernahmezusage für die jungen Aktien gibt,²⁾ so ist aus Sicht des Unternehmens die Höhe des Emissionserlöses ganz (bei Übernahmepreis = geplanter Emissionspreis) oder teilweise (bei Übernahmepreis < geplanter Emissionspreis) unabhängig vom Zeichnungsverhalten bisheriger Aktionäre und auch sonstiger Anleger. Welche Effekte die Einschaltung solcher Finanzintermediäre auf den Schutz der Aktionäre vor unrentablen Kapitalerhöhungen hat, soll hier am Beispiel eines Intermediärs, der den vollen Emissionspreis garantiert, verdeutlicht werden.

Bei Existenz einer Zusage in Höhe des Emissionsbetrages verfügen Aktionäre im Fall einer Bezugsrechtsemission über keine Möglichkeiten, sich durch Verfalllassen ihrer Bezugsrechte vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen zu schützen.

1 Liegen nicht in voller Höhe einer in bestimmtem Umfang beschlossenen Kapitalerhöhung Zeichnungsaufträge vor und kann daher nur der erreichte geringere Betrag als Kapitalerhöhung eingetragen werden, so werden alle erteilten Zeichnungsaufträge für die Zeichner unverbindlich (vgl. z.B. WIEDEMANN (1995), § 185, Rdn. 22). Das Registergericht muß die Eintragung der Kapitalerhöhung dann grundsätzlich ablehnen (vgl. § 188 Abs.2 i.V.m. § 36 Abs.2, § 36a und § 38 AktG und z.B. HEFERMEHL/BUNGEROTH (1989), § 185, Rdn. 66). Auf Möglichkeiten, diese Rechtsfolge durch Festsetzung eines Mindest- und eines Höchstbetrages der Kapitalerhöhung zu vermeiden (vgl. dazu LUTTER (1995), § 182, Rdn. 17), soll hier nicht eingegangen werden.

2 Diese Situation liegt bei einer Fremdemission mit Einschaltung eines Übernahmekonsortiums (unbedingte Übernahme) oder eines Garantiekonsortiums (bedingte Übernahme) vor (vgl. dazu z.B. BITZ (1998), S. 147 - 149, SCHIERENBECK/HÖLSCHER (1998), S. 534 - 537).

Wertmindernde Effekte der Kapitalerhöhung auf ihre Altaktien treten auch ein, wenn sie ihr Bezugsrecht verfallen lassen, weil dann der Intermediär die nichtbezogenen Aktien kauft.¹⁾

Bei Existenz einer Zusage in Höhe des Emissionsbetrages verliert aber gleichzeitig auch die Begrenzung des maximalen Kursabschlages im Rahmen eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses für die Aktionäre ihre Schutzwirkung vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen. Im einfachsten Fall kann das Management dabei mit dem Konsortium einfach einen Garantie- oder Übernahmepreis nicht wesentlich unterhalb des Aktienkurses vor Ankündigung der Kapitalerhöhung vereinbaren. Auch wenn der Aktienkurs nach Ankündigung der Kapitalerhöhung unter diesen Preis fällt, kann das die Realisierung der Kapitalerhöhung nicht mehr gefährden. Das besondere Risiko, das die Bank dabei zu tragen hat, kann durch eine entsprechend hohe Garantievorsorge, die zwischen Management und Konsortium vereinbart wird, abgegolten werden.

Nun mag man einwenden, daß Konsortialbanken, die sich an einem Konsortium, das sicher oder nahezu sicher für seine Zusage eintreten muß, beteiligen, Reputationsverluste zu tragen hätten und eine Beteiligung daher ablehnen würden. Auch dieser Einwand ist aber nicht sonderlich überzeugend. Zum einen muß der Garantieseher gar kein Finanzintermediär mit besonderer Reputation sein. Zum anderen muß es aber faktisch auch gar nicht zu einem solchen Eintritt kommen, da allein die Ankündigung, ein Garantie- oder Übernahmekonsortium einzuschalten – solange es nicht völlig ausgeschlossen ist, dafür Garantieseher zu finden – am Markt die Erwartung auslöst, die Kapitalerhöhung sei nicht mehr zu verhindern. Die negativen Effekte der Kapitalerhöhung würden daraufhin im Aktienkurs eskomptiert und der Emissionskurs könnte auf Basis dieses verminderten Aktienkurses festgelegt werden. Auf Basis des so festgelegten Emissionspreises gehen die Garantieseher aber gar kein erhöhtes Eintrittsrisiko mehr ein, und auch Banken könnten ihm ohne besonders hohe Risiken eines Reputationsverlustes beitreten. In letzter Konsequenz könnte sogar auf die Einschaltung eines Garantie- oder Übernahme-

1 Im Falle des mittelbaren Bezugsrechts nach § 186 Abs. 5 AktG ist in der Regel die Kapitalerhöhung bereits durch Eintragung ins Handelsregister wirksam geworden, bevor Altaktionäre überhaupt über den Bezug junger Aktien entscheiden (vgl. z.B. SCHIPPEL (1990), S. 251). Würde die Kapitalerhöhung erst nach dem Verkauf an Altaktionäre oder Dritte zur Eintragung ins Handelsregister angemeldet, so könnten die Käufer junger Aktien nicht sofort nach dem Kauf über die Aktien verfügen (vgl. § 191 AktG). Allein durch solche institutionelle Vorgaben kann bei der Emission junger Aktien im übrigen die Verwendung von unbedingten statt bedingten Übernahmekontrakten in Deutschland begründet werden. Ein Rückschluß auf streng risikoaverses Verhalten der Emittenten, Akzeptanzprobleme der Anleger oder restriktives Marktverhalten von Finanzintermediären, wie RAPP (1995), S. 157 ihn zieht, kann daraus nicht zwingend gezogen werden.

konsortiums ganz verzichtet werden – die Drohung mit dessen Einschaltung würde bereits ausreichen.

Zusammenfassend kann damit festgestellt werden, daß das Management mit der Einschaltung eines Übernahme- oder Garantiekonsortiums oder allein schon mit der Möglichkeit seiner Einschaltung über ein Instrument verfügt, unvorteilhafte Kapitalerhöhungen auf jeden Fall durchzusetzen bzw., anders ausgedrückt, sowohl die Selbstschutzmöglichkeit der Aktionäre im Bezugsrechtsfall als auch den Schutz durch Begrenzung des Emissionskurses im Falle des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses ins Leere laufen zu lassen.

4 Keine Untergrenze für den Emissionspreis bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht?

Die von RAMMERT angeführte besondere Schutzwirkung eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses resultiert nicht aus dem Bezugsrechtsausschluß an sich, sondern aus der mit dem vereinfachten Bezugsrechtsausschluß verknüpften Bedingung für eine Mindesthöhe des Emissionskurses. Ein Vorteil des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses gegenüber einer Bezugsrechtsemission könnte damit nur dann gesehen werden, wenn sich eine Bezugsrechtsemission nicht mit gleichen Vorgaben für eine Mindesthöhe des Emissionskurses verknüpfen ließe. Damit stellt sich die Frage, ob entsprechende Vorgaben bei einer Kapitalerhöhung unter juristischen und ökonomischen Gesichtspunkten möglich sind.

De jure sind keine Probleme zu erkennen, daß die Hauptversammlung auch bei einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht bereits in dem entsprechenden Beschluß vorgibt, daß der Emissionspreis eine bestimmte Grenze nicht unterschreiten darf. Für den Fall einer ordentlichen Kapitalerhöhung ist diese Möglichkeit in § 182 Abs. 3 AktG explizit vorgesehen.¹⁾ Für den Fall genehmigten Kapitals ist eine entsprechende Möglichkeit dadurch gegeben, daß der Vorstand über die Bedingungen der Aktienaussgabe nach § 204 Abs. 1 Satz 1 AktG nur soweit entscheiden kann, wie „die Ermächtigung keine Bestimmungen enthält.“

1 § 182 Abs. 3 AktG regelt: „Sollen die neuen Aktien für einen höheren Betrag als den geringsten Ausgabebetrag ausgegeben werden, so ist der Mindestbetrag, unter dem sie nicht ausgegeben werden sollen, im Beschluß über die Erhöhung des Grundkapitals festzusetzen.“ Dabei ist auch die Festlegung eines Mindestbetrages als abstrakt umschriebene Größe (z.B. 95% des bei Ausgabe der Aktien geltenden Aktienkurses) zulässig (vgl. z.B. WIEDEMANN (1995), § 182, Rdn. 63). Die im Aktiengesetz als Ausgabebetrag bezeichnete Größe wird mit unterschiedlichen Inhalten verknüpft (vgl. dazu weiter unten). Im Kontext von § 182 AktG ist damit aber unter anderem auch der Preis, zu dem Aktien Anlegern zum Kauf angeboten werden, gemeint (vgl. z.B. HEFERMEHL/BUNGEROTH (1989), § 186, Rdn. 168 oder IMMENGA (1993), S. 414).

Problematischer erscheint die Praktikabilität einer solchen Vorgabe unter ökonomischen Gesichtspunkten. In der Diskussion um das Bezugsrecht wird immer wieder vorgebracht, daß eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht deutlich längere Zeitspannen beanspruche als eine bezugsrechtlose Emission und allein aus diesem Grunde – soll das Risiko des Scheiterns bzw. der für eine Versicherung gegen das Scheitern zu zahlende Betrag unter einer bestimmten Grenze bleiben – auch deutlich höhere Kursabschläge erfordere.¹⁾ In diesem Zusammenhang wird regelmäßig auf einen Vergleich von HEINSIUS verwiesen,²⁾ der für die Ausnutzung genehmigten Kapitals mit Bezugsrecht ca. 50 Tage Abwicklungsdauer und für eine bezugsrechtslose Emission 2 Tage ansetzt. Diese Vergleichsgrößen von HEINSIUS wurden sogar in die Gesetzesbegründung zur Einfügung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG übernommen.³⁾ Ein Zusammenhang, nach dem solche Fristunterschiede bei einem Ausschluß des Bezugsrechts geringere Kursabschläge als bei Bezugsrechtsgewährung erlauben, hält einer kritischen Überprüfung allerdings nicht stand.

Die Diskussion soll auf den von HEINSIUS behandelten Fall einer Kapitalerhöhung durch Ausnutzung genehmigten Kapitals beschränkt bleiben. Dazu legt HEINSIUS für den Fall mit Bezugsrecht den in Abbildung 1 wiedergegebenen Zeitplan vor.

1 Dieses Argument wird hier als Begründung für die Verknüpfung von Bezugsrecht und niedrigem Emissionspreis, wie RAMMERT sie unterstellt, diskutiert. Daneben wird dieses Argument in der Diskussion um einen Bezugsrechtsausschluß aber auch als eigenständiges Argument contra Bezugsrecht vorgebracht.

2 Vgl. HEINSIUS (1991), S. 124 - 125.

3 Vgl. BUNDESTAG (1994), S. 10.

	X – 30	Grundsatzentscheidung des Vorstands zur Ausnutzung des Genehmigten Kapitals
bis	X – 21	Erstellung des Börsenzulassungsprospekts
	X – 21	Einleitung des Vorprüfungsverfahrens zur Börseneinführung der neuen Aktien
	X	Beschlußfassung von Vorstand und Aufsichtsrat über die Ausnutzung des Genehmigten Kapitals
	X + 1	– Abgabe der Offerte, vorbehaltlich der Zustimmung der Konsorten – Einladung der Konsortialbanken zur Mitwirkung bei der Kapitalerhöhung – Pressemitteilung (bis dahin vertraulich)
bis	X + 8	– Annahme der Offerte – Zustimmung der Konsorten zur Mitwirkung
	X + 8	Übergabe der Zeichnungsunterlagen
	X + 9	Anmeldung zur Eintragung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister
	X + 11	Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister
	X + 12	Stellung des offiziellen Antrags auf Börsenzulassung der neuen Aktien
	X + 26	Zulassungsbeschluß
	X + 27	Veröffentlichung von – Bezugsangebot – Börseneinführungsprospekt
	X + 35	Bezugsfrist (§ 186 Abs. 1 Satz 2 AktG)
bis	X + 49	(davon bis X + 47 Bezugsrechtshandel, siehe § 10 der Bedingungen für Geschäfte an den deutschen Wertpapierbörsen)
	X + 51	Übertragung des Gegenwerts der während der Bezugsfrist bezogenen Aktien

Abb. 1: Zeitplan für die Ausnutzung genehmigten Kapitals mit Bezugsrecht nach HEINSIUS (1991), S. 124-125.

Allerdings vermag die von HEINSIUS ermittelte Frist von 51 Tagen überhaupt keine relevante Aussage über die hier interessierende Frist zu machen. Für die hier interessierende Frage, wie dicht der Emissionspreis am Börsenpreis fixiert werden kann, ist nämlich nur die kürzestmögliche Zeitspanne zwischen der letzten Möglichkeit einer numerischen Fixierung des Emissionspreises und der letzten Möglichkeit potentieller Zeichner zur Abgabe bzw. Revision einer Zeichnungserklärung relevant. Während sich hier die Frage nach der von einem Unternehmen bei Ausnutzung aller eigenen Gestaltungsspielräume bestenfalls erreichbaren Frist stellt, gibt der Zeitplan von HEINSIUS aber nur einen empirisch üblichen Ablauf wieder.

Das gibt HEINSIUS schon rein sprachlich selbst zu erkennen, wenn er ankündigt: „Der im folgenden wiedergegebene, *aus der Praxis heraus entwickelte, übliche*

Terminplan für eine Kapitalerhöhung einer börsennotierten Kapitalgesellschaft unter Ausnutzung des genehmigten Kapitals mag dies verdeutlichen.¹⁾ Bei einer inhaltlichen Überprüfung wird deutlich, welche enorme Reserven sein Zeitplan aus Sicht eines an möglichst kurzer Frist interessierten Unternehmens enthält.

Der Terminplan soll dazu in zwei getrennten Schritten problematisiert werden:

- Zunächst wird – unter der Annahme, der Emissionspreis sei bereits im Beschluß von Vorstand und Aufsichtsrat über die Ausnutzung genehmigten Kapitals zu fixieren – die erforderliche Frist überprüft.
- Dann wird die Annahme, ob der Emissionspreis tatsächlich bereits im Beschluß von Vorstand und Aufsichtsrat numerisch zu fixieren ist, hinterfragt.

HEINSIUS Zeitplan enthält acht Tage, die vom Beschluß über die Ausnutzung des genehmigten Kapitals bis zum Vertragsschluß mit einem Konsortium vergehen. Es erscheint aber durchaus möglich, den Beschluß über die Ausnutzung des genehmigten Kapitals erst dann formal zu fällen, wenn die Verhandlungen mit dem Konsortium abgeschlossen sind, so daß der Beschluß von Aufsichtsrat und Vorstand und der Vertragsschluß mit dem Konsortium am selben Tag stattfinden könnten (Zeitersparnis: 8 Tage). Außerdem sieht HEINSIUS Terminplan vor, daß die Eintragung der Kapitalerhöhung ins Handelsregister (3 Tage), der Antrag auf Börsenzulassung der jungen Aktien (15 Tage), die Veröffentlichung von Bezugsangebot und Börseneinführungsprospekt (9 Tage) und die Bezugsfrist (14 Tage) einander zeitlich folgen. Diese Zeitspanne von insgesamt 41 Tagen läßt sich aus zwei Gründen deutlich kürzer gestalten. Zum einen besteht für Kapitalerhöhungen, deren Volumen 10% früherer Emissionen, für die die Veröffentlichungspflichten erfüllt sind, unterschreiten, nach § 45 Ziffer 3b BörsZulV eine Befreiungsmöglichkeit von der Pflicht, die Börsenzulassung junger Aktien überhaupt zu beantragen. Geht man von einer Aktiengesellschaft aus, deren sämtliche Altaktien zum Börsenhandel zugelassen sind, so besteht also immer dann, wenn eine Möglichkeit zum vereinfachten Bezugsrechtsausschluß besteht, auch die Möglichkeit sich von dem Erfordernis einer vor der Publikation des Bezugsangebotes erfolgten Börsenzulassung befreien zu lassen.²⁾ Zum anderen könnte das Bezugsangebot dann auch schon parallel zum Antrag auf Eintragung ins Handelsregister publiziert werden. So ergibt sich gegenüber HEINSIUS Zeitplan eine weitere Zeitersparnis von 18 Tagen. Zudem erscheint eine Zeitdauer von 9 Tagen – dann nur noch – für die Veröffentlichung des Bezugsangebots reichlich bemessen.

1 HEINSIUS (1991), S. 124; Hervorhebung durch den Verfasser.

2 Von dem Sonderfall, daß bei einer Kapitalerhöhung um genau 10% der bereits umlaufenden und zum Börsenhandel eingeführten Aktienzahl zwar noch ein vereinfachter Bezugsrechtsausschluß nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, aber keine Befreiung nach § 45 Ziffer 3b BörsZulV mehr möglich ist, wird dabei abgesehen.

Schließlich enthält HEINSIUSs Zeitplan noch 2 Tage für die „Übertragung des Gegenwertes der während der Bezugsfrist bezogenen Aktien.“ Diese Aktivität ist für die hier zu ermittelnde Frist völlig irrelevant.

Die von HEINSIUS berechnete Zeitspanne für eine Ausnutzung genehmigten Kapitals mit Bezugsrecht erweist sich damit für die hier interessierende Fragestellung selbst dann als um mindestens 28 Tage zu hoch angesetzt, wenn man davon ausgeht, daß der Emissionspreis bereits im Beschluß von Vorstand und Aufsichtsrat numerisch zu fixieren ist. Unter dieser Annahme ist im Ergebnis eher EKKENGA zuzustimmen, der behauptet: „Die Verzögerung des Emissionsverfahrens durch Ausgabe von handelbaren Bezugsrechten hängt praktisch von der Dauer der Bezugsfrist ab, beschränkt sich also im Regelfall auf die gesetzlich vorgeschriebenen zwei Wochen und ist insofern durchaus nicht so ‚gewaltig‘, wie es im Schrifttum bisweilen behauptet wird.“¹⁾

Grundsätzlich hängt die Aussagekraft des Terminplans für die hier interessierende Frage aber auch noch davon ab, ob der Emissionspreis tatsächlich bereits im Beschluß von Vorstand und Aufsichtsrat numerisch zu fixieren ist. Davon hängt ab, ob die nach Korrektur des Zeitplans immer noch verbleibenden zeitlichen Nachteile einer Bezugsrechtsemission wirklich höhere Abschläge vom Börsenpreis erforderlich machen. Diese implizite Annahme von HEINSIUS²⁾ und der Gesetzesbegründung³⁾ erweist sich im Ergebnis als unbegründet. Die Probleme dieser Annahme sollen für den praktisch gebräuchlichsten Fall einer Kapitalerhöhung, nämlich den einer Ausnutzung genehmigten Kapitals mit einem sogenannten mittelbaren Bezugsrecht der Aktionäre⁴⁾, aufgezeigt werden. Dazu ist ein Blick auf die praktische Durchführung einer solchen Kapitalerhöhung erforderlich.

Im Falle eines mittelbaren Bezugsrechts wird folgende Vorgehensweise von der überwiegenden Meinung der Literatur und der Mehrzahl der Registergerichte für

1 EKKENGA (1994), S. 60. EKKENGA bezieht diese Aussage zwar auf KÜBLER (1993), S. 4, der wiederum übernimmt aber – wie nahezu die gesamte Literatur zum Bezugsrechtsausschluß – nur unverändert die Berechnung von HEINSIUS.

2 Diese Annahme trifft HEINSIUS nicht durch die Aufstellung des Zeitplans an sich, aber implizit durch die daraus gezogene Schlußfolgerung, daß wegen der langen Fristen das Risiko steige, daß nicht alle jungen Aktien untergebracht werden können (vgl. HEINSIUS (1991), S. 125 - 126).

3 In der Gesetzesbegründung wird direkt aus der längeren Abwicklungsdauer auf eine geringere „Kapitalschöpfung“ geschlossen (vgl. BUNDESTAG (1994), S. 10).

4 Vgl. § 186 Abs. 5 AktG. Eine gesetzliche Regelung zum mittelbaren Bezugsrecht wurde erstmals mit der Reform des Aktiengesetzes 1965 getroffen. Dabei wurde der Gesetzestext innerhalb des Gesetzgebungsverfahrens gerade in diesem Punkt mehrfach geändert. Vgl. dazu die Dokumentation bei KROPFF (1965), S. 295 - 296.

zulässig gehalten und i.d.R. praktiziert¹⁾. In einem ersten Schritt erfolgt die Zeichnung der jungen Aktien durch ein Übernahmekonsortium zu einem Übernahmepreis, der im allgemeinen dem Nominalwert entspricht. Das Konsortium verpflichtet sich mit der Übernahme der Aktien, sie den Aktionären in einem zweiten Schritt entsprechend ihrer Beteiligungsquote zu einem Bezugspreis, der im allgemeinen oberhalb des Übernahmepreises liegt, zum Kauf anzubieten. Das Konsortium verpflichtet sich gleichzeitig, alle Verkaufserlöse, die den Übernahmepreis übersteigen, ggfs. nach Abzug vereinbarter Provisionen, an die Gesellschaft abzuführen. Diese Vorgehensweise wird so interpretiert, daß das Konsortium im rechtlichen Sinne Zeichner der Aktien, der zusätzliche Verpflichtungen übernimmt, ist und daß dementsprechend der Übernahmepreis als Ausgabepreis der jungen Aktien im Sinne von § 185 AktG anzusehen ist. Dadurch wird die Eintragung der Kapitalerhöhung bereits nach Übernahme der Aktien durch das Konsortium und vor deren Erwerb durch Aktionäre oder andere Anleger gerechtfertigt.

Die skizzierte Vorgehensweise ist trotz aller Begründungsversuche ihrer Befürworter zwar vom Text des AktG nur schwerlich gedeckt²⁾; trotzdem stellt sie gängige Praxis dar, ist nach überwiegender Meinung zulässig und ist daher einer Diskussion um das Für und Wider eines Bezugsrechtsausschlusses zugrunde zu legen. Bei dieser Vorgehensweise ist eine Fixierung des Preises, zu dem Aktionäre

1 Vgl. BOSCH/GROß (1998), S. 179. Zur beschriebenen Vorgehensweise vgl. auch jeweils mit weiteren Nachweisen WIEDEMANN (1979), GROß (1994), S. 2433 und HÜFFER (1997), § 186, Rdn. 48.

2 Deutlich erkennbar wird der Widerspruch der Vorgehensweise zum Text des Aktiengesetzes daran, daß das Wort Ausgabebetrag, das in verschiedenen Regelungen des Aktiengesetzes auftaucht, dazu gleichzeitig mit ganz unterschiedlichen Bedeutungen verknüpft werden muß. Der Ausgabebetrag im Sinne von § 185 Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 AktG (Ausgabebetrag lt. Zeichnungsschein) und von § 36a Abs. 1 AktG (Mindesthöhe eingeforderter Beträge) ist dann als Übernahmepreis zu interpretieren. Der Ausgabebetrag im Sinne von § 182 Abs. 3 AktG (Vorgabe eines Mindestausgabebetrag im Hauptversammlungsbeschluß) ist dann gleichzeitig sowohl als Übernahmepreis als auch als Bezugspreis zu interpretieren (vgl. dazu z.B. HEFERMEHL/BUNGEROTH (1989), § 186, Rdn. 168 oder IMMENGA (1993), S. 414). Der Ausgabebetrag in § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG selbst (Höhe des Ausgabebetrag als Kriterium für die Zulässigkeit eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses) ist schließlich nur als Bezugspreis sinnvoll interpretierbar (vgl. GROß (1994), S. 2433 und SEIBERT/KÖSTER (1995), S. 117 - 118). Diese sehr freie Interpretation des AktG wird – allerdings aus anderen Gründen – nicht von allen Kommentatoren geteilt (vgl. z.B. HEFERMEHL/BUNGEROTH (1989), § 186, Rdn. 166, IMMENGA (1993) oder sehr entschieden SCHIPPEL (1990)). Eine Relativierung seiner Sichtweise hat LUTTER vorgenommen. Während er in der ersten Auflage des Kölner Kommentars zum Aktiengesetz noch die Ansicht vertrat, daß Übernahme- und Bezugspreis maximal um ein angemessenes Entgelt für die Dienstleistungen des Kreditinstituts differieren dürften (vgl. LUTTER (1984), § 186, Rdn. 77), ergänzt er in der zweiten Auflage: „Diese Regeln gelten nicht, wenn die Bank verpflichtet ist, die gesamte (positive) Differenz zwischen dem Emissions- und dem Bezugskurs (abzüglich ihrer Provision) an die Gesellschaft abzuführen.“ (LUTTER (1995), § 186, Rdn. 107; Hervorhebungen im Original)

junge Aktien erwerben können, noch nicht im Beschluß von Aufsichtsrat und Vorstand über die Ausnutzung bedingten Kapitals und noch nicht bei Ausstellung des Zeichnungsscheins, sondern erst mit Erstellung der Bezugsaufforderung¹⁾ erforderlich. Es ist aber keine Notwendigkeit erkennbar, daß die Bezugsaufforderung einen numerisch eindeutig fixierten Bezugspreis enthält. Zulässig erscheint auch, den Bezugspreis erst nach Ende der Bezugsfrist festzulegen und in der Bezugsaufforderung nur ein im Ergebnis eindeutiges Verfahren zu dessen Ermittlung anzukündigen. Z.B. kann der Preis junger Aktien als bestimmter Aktienkurs während der Bezugsfrist oder als Durchschnittswert von Aktienkursen während der Bezugsfrist abzüglich eines bestimmten prozentualen Abschlags bestimmt werden.

Ein solches Verfahren scheint nicht nur theoretisch möglich, sondern auch rechtlich zulässig. Es wurde von der Deutschen Telekom bei ihrer Kapitalerhöhung im Juni 1999 auch bereits eingesetzt²⁾³⁾.

Die von HEINSIUS berechneten Fristen erweisen sich damit nicht nur vom Erfordernis und dem Ablauf der angeführten Tätigkeiten her als zu hoch angesetzt, sondern vor allem für das Problem, wie hoch der Abschlag des Emissionspreises vom Aktienkurs sein muß, (im auch von HEINSIUS behandelten Fall einer Ausnutzung genehmigten Kapitals) als letztlich irrelevant. Damit verlieren nicht nur zahlreiche der Argumentationen, die im Vorfeld der Gesetzesänderung für einen erleichterten Bezugsrechtsausschluß vorgebracht wurden, in einem wesentlichen Argumentationsstrang ihre Rechtfertigung. Auch die jüngere Argumentation von RAMMERT erscheint in einer weiteren, für sein Ergebnis notwendigen Annahme durch faktische Gegebenheiten und Möglichkeiten nicht gedeckt.

1 Vgl. § 186 Abs. 5 Satz 2 AktG.

2 Vgl. TELEKOM (1999), S. 10 - 12. Die bei diesem Einsatz aufgetretenen Probleme (vgl. dazu BÖRSENZEITUNG (1999), S. 3) sollen hier nicht näher erörtert werden. Sie sind bei geeigneter Feingestaltung des Verfahrens aber vermeidbar.

3 Auf eine Kapitalerhöhung mit unmittelbarem Bezugsrecht läßt sich die skizzierte Vorgehensweise aus hier nicht zu diskutierenden Gründen nicht übertragen. Faktisch ergibt sich aus der entsprechenden Interpretation des Aktiengesetzes also eine Privilegierung von Fremdemissionen. Die Gesetzesbegründung zum Aktiengesetz 1965 (vgl. KROPFF (1965), S. 295 - 296) enthält keinerlei Hinweis, daß eine solche Privilegierung von Fremdemissionen im Interesse des Gesetzgebers gelegen haben könnte..

Angesichts dieses Befundes drängt sich allerdings die Frage auf, warum nicht nur HEINSIUS selbst¹⁾, sondern auch nahezu die gesamte Literatur und der Gesetzgeber ihre Begründungen für eine Erleichterung beim Bezugsrechtsausschluß auf den von HEINSIUS berechneten Fristunterschieden als einer ganz zentralen Argumentationssäule aufgebaut haben.²⁾ Dabei ist als Erklärung neben einer unvollständigen Durchdringung der Zusammenhänge auch die Möglichkeit in Betracht zu ziehen, daß ein Teil der Diskussionsbeiträge ganz gezielt eigenen ökonomischen Interessen dienen sollte. Schließlich liegen erweiterte Möglichkeiten eines Bezugsrechtsausschlusses im Interesse von Unternehmensmanagern und auch von Emissionsbegleitern, da durch einen Bezugsrechtsausschluß in erster Linie dem Management und in zweiter Linie Emissionsbegleitern diskretionäre Spielräume zur Verfolgung eigener Ziele eröffnet werden. Der Gesetzgeber hat diese Interessenlage verschiedener Diskussionsbeteiligter vermutlich nicht hinreichend klar erkannt.³⁾

5 Relevanz des Anreizproblems?

Schließlich stellt sich die Frage, welche Relevanz dem von RAMMERT modellierten Anreizproblem überhaupt zukommt, d.h. ob die Möglichkeit, daß Manager Projekte, die in ihrem eigenen Interesse liegen, durch eine unvorteilhafte Kapitalerhöhung finanzieren, für Aktionäre eine bedeutsame Gefahr darstellt. Dabei sprechen vor allem zwei Aspekte dafür, daß dem unterstellten Problem keine allzu große Bedeutung beizumessen ist.

a) Verfügbarkeit anderer Sanktionsmechanismen

Die Argumentation von RAMMERT beruht auf einer strengen Informationsannahme: Die Aktionäre kennen die geplanten Investitionsprojekte und können die Vorteilhaftigkeit des Maßnahmenbündels „Kapitalerhöhung und Zusatzprojekt“ beurteilen. Diese strenge Informationsannahme ist für RAMMERTS Argumentation keine überstrenge hinreichende, sondern eine notwendige Annahme, da andernfalls weder die Selbstschutzmöglichkeit durch Nichtausübung bei einer Bezugsrechtsemission sinnvoll genutzt werden könnte, noch eine Limitierung des Emis-

1 Auch wenn HEINSIUS seinen Terminplan nur als praktisch üblichen Ablauf bezeichnet, zieht auch er selbst daraus die Schlußfolgerung, daß wegen der langen Fristen einer Bezugsrechtsemission die Möglichkeiten eines Bezugsrechtsausschlusses zu erweitern wären (vgl. HEINSIUS (1991), S. 125 - 126).

2 Nur EKKENGA (1994) vertritt in dieser Frage eine abweichende Einzelmeinung.

3 Sonst hätte er die Argumente von HEINSIUS, der lange Jahre als Chefsyndikus einer großen deutschen Geschäftsbank tätig war (vgl. KÜBLER (1993), S. 4), vermutlich mit größerer kritischer Distanz behandelt.

sionspreises ihre modellierte Schutzwirkung entfalten könnte. Akzeptiert man diese Informationsannahme, dann stellt sich für Aktionäre bei ihrem Bemühen, schädigendes Verhalten abzuwenden, kein hidden action–Problem, bei dem sie die Schädigung nicht erkennen können. Es stellt sich lediglich das Problem, ob sie über genügend Sanktionsmöglichkeiten als Drohpotential gegenüber dem Management verfügen. Soweit ein solches Drohpotential durch die Möglichkeit, dem Management die Geschäftsführung zu entziehen, durch nachfolgende Sanktionierung des Arbeitsmarktes und ggfs. auch durch Schadensersatzansprüche vorhanden ist, wird das Management von unvorteilhaften Kapitalerhöhungen im eigenen Interesse selbst dann absehen, wenn es sie zunächst einmal durchsetzen könnte.

b) Verfügbarkeit „eleganterer“ Schädigungsmöglichkeiten

Zudem stellt sich die Frage, ob das Management zur Finanzierung von ausschließlich im Eigeninteresse liegenden Investitionen nicht ohnehin über „elegantere“ Finanzierungsalternativen verfügt. Soweit eine geplante, unvorteilhafte Investition auch durch eine wesentlich geräuschlosere, weil weniger publizitätswirksame Kreditaufnahme finanzierbar ist, kann wohl davon ausgegangen werden, daß das Management die unvorteilhafte Investition kreditfinanziert. Eine publizitätsträchtige Eigenfinanzierung wird es dann erst zur Mittelzielung für die nächste aus Aktionärssicht vorteilhafte Investition nutzen. Warum sollte das Management Freiheiten in der Zuordnung bestimmter Finanzierungsalternativen zu bestimmten Investitionsvorhaben nicht im eigenen Interesse in dieser Weise gestalten?

6 **Schlußfolgerungen**

Das von RAMMERT in die Diskussion um einen Bezugsrechtsausschluß eingebrachte Argument, ein vereinfachter Bezugsrechtsausschluß mindere die Gefahr einer Aktionärsausbeutung durch unvorteilhafte Kapitalerhöhungen, erweist sich als unerheblich.

Das Argument bleibt wegen einer Vielzahl von Einwänden, die auf drei unterschiedlichen gedanklichen Ebenen angesiedelt sind, ohne Gewicht:

- Zum einen kommt dem Anreiz einer Aktionärsausbeutung durch Eigenfinanzierung ganz offensichtlich unvorteilhafter Investitionsprojekte angesichts eleganterer Finanzierungsalternativen und drohender anderweitiger Sanktionen wohl ohnehin nur relativ geringe Bedeutung zu. Wenngleich dieser Anreiz damit nicht ganz ausgeschlossen ist.
- Zum anderen wird innerhalb der gewählten Modellierung der durch Bezugsrechtsausschluß aufgegebenen Selbstschutzmöglichkeit eine zu geringe Schutzwirkung (die 25%-Grenze für die Beteiligungsquote eines Aktionärs ist nicht haltbar) und der durch einen vereinfachten Bezugsrechtsausschluß gewonnenen Schutzmöglichkeit eine zu hohe Schutzwirkung (tatsächlich läßt sich auch 10%-ige Kapitalerhöhung mit dem Ziel einer Mittelverschwendung durchsetzen) zugeschrieben.
- Schließlich – und das ist wohl das gravierendste Manko – geht die Modellierung, auf der RAMMERTs Argument beruht, gleich in drei Aspekten an der Realität vorbei:

Kapitalerhöhungen werden i.d.R. nicht gerade im Umfang ausgeübter Bezugsrechte, sondern ganz oder gar nicht durchgeführt.

Durch Einschaltung eines Übernahme- oder Garantiekonsortiums kann der Erfolg der Kapitalerhöhung vom Management unabhängig vom Aktionärs- und Anlegerverhalten sichergestellt werden.

Eine Bezugsrechtsemission erfordert keinen höheren Kursabschlag als eine bezugsrechtsfreie Emission.

Insbesondere die beiden letzten Aspekte bewirken, daß Rammerts Modellaussagen keine Aussagekraft für reale Finanzmärkte zukommt.

F Zusammenfassung und Schlußbetrachtung

Innerhalb dieses Beitrags wurde anhand einer einfachen, in der Diskussion um das Bezugsrecht häufiger verwendeten Modellwelt verdeutlicht, wie die Vorteilhaftigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses sachgerecht zu beurteilen ist. Dabei wurden zum einen abweichende Beurteilungsansätze aus der Literatur korrigiert und wurde zum anderen gezeigt, daß ein Bezugsrechtsausschluß in einer transaktionskostenfreien und informationseffizienten Welt *ceteris paribus* aus Aktionärssicht grundsätzlich nicht vorteilhaft sein kann.

Anschließend wurde eine neuere Argumentation von RAMMERT, der in einer ebenfalls transaktionskostenfreien und informationseffizienten Welt einen Vorteil eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses aufgrund verbesserten Schutzes der Aktionäre vor unvorteilhaften Kapitalerhöhungen behauptet, nachgezeichnet und kritisch überprüft. Diese Behauptung erwies sich gleich aus einer ganzen Reihe von Gründen als unhaltbar. Einer der dabei relevanten Gründe, nämlich der Umstand, daß eine Bezugsrechtsemission – anders als in der Literatur durchgängig behauptet wird – keineswegs einen höheren Kursabschlag als eine bezugsrechtsfreie Emission erfordert, stellt nicht nur RAMMERTs Argumentation, sondern darüber hinaus weite Teile der Argumente in Frage, die zu einer Einfügung des Satzes 4 in den § 186 Abs. 3 AktG geführt haben.

Die Erkenntnisse dieses Beitrages weisen aber auch über die im engeren Sinne im Beitrag selbst behandelten Zusammenhänge hinaus. Die Diskussion um den vereinfachten Bezugsrechtsausschluß wirft drei Schlaglichter:

1. Die Diskussion wurde und wird fast ausschließlich von juristischen Fachvertretern geführt. Dabei bringen juristische Fachvertreter auch Argumente vor, die auf der Schwelle zwischen rechtlichen und ökonomischen Zusammenhängen liegen. In diesem Bereich wird eine ganze Reihe von Argumenten vorgebracht, die aus ökonomischer Perspektive schlicht als „haarsträubend“ zu qualifizieren sind, innerhalb der Diskussion aber auch von anderen Autoren nicht sachgerecht eingeordnet werden (können). Der Literaturdiskussion fehlt eine kompetente ökonomische Unterstützung.
2. Der Gesetzgeber hat sich in seiner Gesetzesbegründung in weiten Teilen auf Argumente gestützt, die von interessierter Seite vorgebracht wurden. Vermutlich war dem Gesetzgeber noch nicht einmal bewußt, daß Finanzintermediäre in Fragen des Bezugsrechts eigene Interessen haben. Auch dem Gesetzgeber fehlte ganz offensichtlich eine kompetente ökonomische Beratung.
3. Daß ökonomische Fachvertreter die von ihnen zu leistende Analyse in dieser speziellen Frage tatsächlich nicht oder in nicht sachgerechter Weise leisten, mag ein Einzelversäumnis sein, hat aber vermutlich strukturelle Gründe. Wie die Überlegungen von NIEDERNHUBER, MENKEN und RAMMERT im Falle des Bezugsrechts beispielhaft belegen, üben in jüngerer Zeit offen-

sichtlich solche Analysefelder besonderen Reiz auf Fachvertreter aus, die sich mit gleichgewichts- bzw. spieltheoretischem Instrumentarium bearbeiten lassen. Die Sehnsucht nach einem Einsatz dieser aus intellektueller Sicht zweifellos hochinteressanten Instrumente erscheint – nach dem persönlichen Eindruck des Verfassers – so gewaltig, daß reale Problemsituationen kaum mehr unter dem Aspekt der Urbildtreue, sondern zunehmend unter der Maßgabe der Einsetzbarkeit des reizvollen Instrumentariums in Modellen abgebildet werden. Problematisch ist ein solches Vorgehen, wenn aus diesen Modellen heraus Gestaltungshinweise für reale Gestaltungsprobleme erteilt werden. Diese Entwicklung läßt sich in der Anwendung anderer Instrumente, z.B. in der Anwendung signaltheoretischen oder auch optionstheoretischen Instrumentariums, mit noch größerer Deutlichkeit beobachten. Wenn diese Entwicklung sich fortsetzt, wird die Diskussion um das Bezugsrecht nicht die letzte Diskussion sein, in der die ökonomische Theorie einen sachgerechten Beitrag schuldig bleibt.

Anhang A

Zu zeigen ist, daß entgegen der Behauptung von RAMMERT (1998), S. 714, MENKEN (1993), S. 169-170 und S. 175-177 und NIEDERNHUBER (1988), S. 257, der Handel mit Bezugsrechten Handlungsalternativen eröffnet, die weder von der Alternative einer Ausübung noch von der eines Verfallenlassens eigener Bezugsrechte schwach dominiert werden. Um dies zu zeigen, wird von dem in zwei Punkten modifizierten Beispiel aus Abschnitt D.2.1 ausgegangen.

Zum einen wird nun unterstellt, daß das Unternehmen bisher 20 statt 10 Aktien ausstehen hat; der bisherige Aktienkurs beträgt 50 GE und es soll eine Emission von 20 jungen Aktien zu einem Emissionskurs von 10 GE/Aktie geplant sein. Zum anderen wird jetzt unterstellt, daß 13 der 20 umlaufenden Aktien von einem „Großaktionär“ gehalten werden. Die restlichen sieben Aktien werden von sieben „Kleinaktionären“ gehalten.

In dieser modifizierten Situation würde noch immer für alle Aktionäre die Alternative einer Bezugsrechtsausübung die Alternative des Verfallenlassens von Bezugsrechten dominieren. Dies verdeutlichen die Tabellen A.1 und A.2, die analog zu Tabelle 2 aus Abschnitt D.2.1 aufgebaut sind.

Kleinaktionäre \ Großaktionär	... üben ihre Bezugsrechte aus	... lassen ihre Bezugsrechte verfallen
... übt seine Bezugsrechte aus	$26 \cdot \frac{1.000}{40} - 130 - 650$ $= -130$	$26 \cdot \frac{1.000}{33} - 130 - 650$ $= +7,88$
... läßt seine Bezugsrechte verfallen	$13 \cdot \frac{1.000}{27} - 650$ $= -168,52$	$13 \cdot \frac{1.000}{20} - 650$ $= 0$

Tab. A.1: Ausübung und Verfall seines Bezugsrechts aus Sicht eines Großaktionärs (im Beispiel)

restliche Aktionäre Kleinaktionär	... üben ihre Bezugsrechte aus	... lassen ihre Bezugsrechte verfallen
... übt sein Bezugsrecht aus	$2 \cdot \frac{1.000}{40} - 50 - 10$ $= -10$	$2 \cdot \frac{1.000}{21} - 50 - 10$ $= 35,24$
... läßt sein Bezugsrecht verfallen	$1 \cdot \frac{1.000}{39} - 50$ $= -24,36$	$1 \cdot \frac{1.000}{20} - 50$ $= 0$

Tab. A.2: Ausübung und Verfall seines Bezugsrechts aus Sicht eines Kleinaktionärs (im Beispiel)

Betrachtet sei nun zusätzlich die Möglichkeit eines Bezugsrechtsverkaufs. Eine eigenständig zu betrachtende Handlungsalternative kann sich daraus insbesondere für den Fall ergeben, daß Kleinaktionäre ihre Bezugsrechte verkaufen. Für sie besteht zunächst die Möglichkeit, an einen Externen zu verkaufen, der bisher nicht Aktionär ist. Dieser Fall ist insofern einfach zu analysieren, als es für einen Externen stets unvorteilhaft ist, ein Bezugsrecht zu erwerben und es dann verfallen zu lassen. Alle Aktionäre können also beim Verkauf von Bezugsrechten an Externe von einer Ausübung des Bezugsrechts ausgehen. Das bedeutet für alle Aktionäre, die ihre Bezugsrechte nicht verkaufen, daß eine Ausübung ihrer Bezugsrechte vorteilhafter als deren Verfallenlassen bleibt. Das bedeutet weiter für einen verkaufenden Kleinaktionär, daß sich die Vermögenskonsequenzen eines Bezugsrechtsverkaufs zu einem Preis in Höhe von BR berechnen lassen aus (wie alle anderen berechneten Vermögenskonsequenzen wiederum im Vergleich zur Ausgangssituation ohne Kapitalerhöhung):

$$1 \cdot \frac{1.000}{40} - 50 + BR = -25 + BR.$$

Damit sich ein Kleinaktionär bei Verkauf des Bezugsrechts nicht schlechter stellt als bei dessen Ausübung, muß der Bezugsrechtspreis mindestens 15 GE betragen. Für einen externen Käufer läßt sich der Vermögenseffekt aus Bezugsrechtskauf und -ausübung andererseits bestimmen aus:

$$\frac{1.000}{40} - 10 - BR = 15 - BR$$

Er ist also maximal bereit, 15 GE für den Erwerb eines Bezugsrechts zu zahlen. Damit kann ein Bezugsrechtsverkauf an Externe nur zu einem Preis von 15 GE

stattfinden. Insoweit wäre NIEDERNHUBER und RAMMERT zuzustimmen: Ein Bezugsrechtsverkauf an Externe läuft für den verkaufenden Aktionär und auch für alle sonstigen Aktionäre auf dasselbe Ergebnis wie eine Bezugsrechtsausübung hinaus und bedürfte keiner eigenständigen Betrachtung: Das Vermögen des verkaufenden Aktionärs und auch die Zahl ausgeübter Bezugsrechte unterscheiden sich nicht.¹⁾

Allerdings besteht daneben auch die Möglichkeit eines Bezugsrechtsverkaufs an andere Aktionäre. Dabei ist wiederum der Unterfall von besonderem Interesse, daß der Großaktionär von Kleinaktionären Bezugsrechte erwirbt, um diese dann ungenutzt verfallen zu lassen. Eine solche Alternative kann bei direktem Kontakt zwischen den Aktionären im Beispiel schon dann für alle Aktionäre vorteilhaft sein, wenn alle Kleinaktionäre dem Großaktionär ihre Bezugsrechte zum Preis $BR = 0$ verkaufen, also schenken. Für den Großaktionär wäre dann ein Verfallenlassen aller Bezugsrechte (Vermögenseffekt: 0) günstiger als deren Ausübung (Vermögenseffekt: $33 \cdot \frac{1.000}{40} - 650 - 200 = -25$). Bei einem kollektiven Verschenken ihrer Bezugsrechte an den Großaktionär könnten die Kleinaktionäre von deren Nichtausübung ausgehen. Das Verschenken erbrächte für jeden Kleinaktionär damit gegenüber der Ausübungsalternative einen Vermögensvorteil von +10 (Vermögenseffekt bei Verschenken: 0 und Vermögenseffekt bei Ausüben: -10).

Dieses Verhalten eines Verkaufs aller Bezugsrechte an den „größten“ Aktionär ähnelt vom Ergebnis her einer Absprache aller Aktionäre, ihre Bezugsrechte nicht auszuüben, weist aber zwei gravierende Unterschiede auf: Nach dem Verschenken der Bezugsrechte besteht zum einen anders als bei einer Absprache zur Nichtausübung überhaupt kein Anreiz mehr, von der intendierten Nichtausübung aller Bezugsrechte abzuweichen.²⁾ Zum anderen ist diese Möglichkeit, daß der größte Aktionär nach Übereignung aller Bezugsrechte an ihn kein Interesse an deren Ausübung mehr hat, nicht generell möglich, sondern bedingt eine Mindestquote, die der größte Aktionär an der Gesellschaft halten muß. Die genauen Bedingungen für das Auftreten einer solchen Möglichkeit sollen hier nicht weiter untersucht werden. Festzuhalten ist aber, daß es überhaupt Situationen geben kann, in denen der Handel mit Bezugsrechten für alle Aktionäre eine Handlungsalternative sein kann, die aus individueller Perspektive günstigere Ergebnisse als die Alternativen Ausüben oder Verfallenlassen erbringt.

1 Daß dieser Zusammenhang nicht nur im Beispiel, sondern allgemein gilt, zeigt MENKEN (1993), S. 175-177, auf den sich auch RAMMERT (1998), S. 714 Fn. 47 bezieht.

2 Während der Verhandlungen über den Bezugsrechtsverkauf können sich je nach dem Verkaufsprozeß allerdings sehr ähnliche spieltheoretische Situationen wie bei einer Absprache über die kollektive Nichtausübung von Bezugsrechten ergeben.

Gegen das gewählte Beispiel mag eingewendet werden, daß ein gleichzeitiger direkter Kontakt zwischen allen Aktionären herstellbar sein muß, um sich kollektiv über den Bezugsrechtsverkauf an den Großaktionär zu einigen. Dieser Einwand trifft zwar in bestimmten Konstellationen, aber keineswegs generell zu. Im gewählten Beispiel trifft er etwa nicht zu. Um das zu erkennen, kann man sich etwa vorstellen, Aktionäre hätten nur die Möglichkeit, Bezugsrechte über einen anonymen Handelsmechanismus mit Einheitskursfeststellungen zu kaufen und zu verkaufen. Angenommen, der Großaktionär plaziert dort im Volumen von 7 Bezugsrechten eine Kauforder mit Kurslimit von 16 GE. Dann wird kein Externer ein Bezugsrecht erwerben und es besteht für alle Kleinaktionäre ein Anreiz, ihre Bezugsrechte an den Großaktionär zu verkaufen. Für den Großaktionär ist nach Erwerb aller Bezugsrechte auch in dieser Welt ein Verfallenlassen aller Bezugsrechte günstiger als deren Ausübung – für diese Entscheidung sind die geleisteten Kaufpreise entscheidungsirrelevante sunk costs.

Für den Großaktionär ist aber vor allem auch die Alternative eines Kaufs und anschließender Nichtausübung aller Bezugsrechte trotz des zu leistenden Kaufpreises $\left(\text{Vermögenseffekt: } 13 \cdot \frac{1.000}{20} - 650 - 7 \cdot 16 = -112 \right)$ günstiger als die Alternative, nur seine eigenen Bezugsrechte auszuüben (Vermögenseffekt: -130). Die Möglichkeit, daß ein Handel mit Bezugsrechten eigenständig zu betrachtende Handlungsalternativen bietet, bleibt also grundsätzlich auch dann erhalten, wenn der Handel nur in anonymer Form stattfindet und für Externe grundsätzlich zugänglich ist. Damit erweist sich insbesondere die Argumentation von MENKEN als falsch, wenn er behauptet: „Die Auswahl bisher Unbeteiligter für die Bestimmung des Grenzpreises potentieller Käufer ist deshalb geboten, weil ihre Position durch die Emission junger Aktien nicht geschwächt wird. Das heißt, sie werden bereit sein, für die Bezugsrechte die höchsten Preise zu zahlen.“¹⁾

Mit dieser Argumentation wird übersehen, daß Aktionäre durch Bezugsrechtskauf und Nichtausübung Vermögensverluste bei ihren Altaktien vermeiden können und daß sie bei entsprechend hoher Beteiligungsquote aus diesem Grund auch zur Zahlung höherer Bezugsrechtspreise als Externe bereit sein können. Zudem wird die Möglichkeit übersehen, einen Bezugsrechtshandel nur unter Altaktionären und unter Ausschluß von Externen zu organisieren.

Die Möglichkeit eines Bezugsrechtshandels wird zwar auch in diesem Beitrag nicht weiter betrachtet. Ihre Nichtbetrachtung stellt aber, anders als von RAMMERT, MENKEN und NIEDERNHUBER behauptet, eine materielle Beschränkung der Analyse dar.

1 MENKEN (1993), S. 176 Fn. 144.

Anhang B

Zu zeigen ist zunächst, daß die Nichtausübung eines Aktionärs überhaupt Drittschutzwirkung entfaltet. Dazu wird von einem Aktionär ausgegangen, der über eine Beteiligungsquote q verfügt und für den die Ausübung seiner Bezugsrechte vorteilhaft ist. Üben alle anderen Aktionäre ihre Bezugsrechte ebenfalls aus, so beträgt das beurteilungsrelevante Vermögen des betrachteten Aktionärs:

$$q \cdot \frac{a \cdot k \cdot K_- + n \cdot r \cdot K_E}{k} - q \cdot n \cdot K_E . \quad (\text{A.1})$$

Übt ein anderer Aktionär mit Beteiligungsquote \bar{q} seine Bezugsrechte nicht aus, so beträgt das beurteilungsrelevante Vermögen des betrachteten Aktionärs:

$$q \cdot \frac{a + n}{a + (1 - \bar{q}) \cdot n} \cdot \frac{a \cdot k \cdot K_- + (1 - \bar{q}) \cdot n \cdot r \cdot K_E}{k} - q \cdot n \cdot K_E . \quad (\text{A.2})$$

Anhand einfacher Äquivalenzumformungen läßt sich zeigen, daß (A.2) immer genau dann größer als (A.1) ist, wenn gilt:

$$K_- > \frac{r}{k} \cdot K_E . \quad (\text{A.3})$$

Diese Bedingung ist in der betrachteten Situation mit unvorteilhafter Mittelverwendung ($r < k$) aber immer erfüllt.

Weiter ist zu zeigen, daß gemessen als Vermögenssteigerung pro ursprünglich gehaltener Aktie die Drittschutzwirkung die Selbstschutzwirkung übertreffen, aber auch dahinter zurückbleiben kann. Ohne Selbstschutz (d.h. alle Aktionäre üben ihre Bezugsrechte aus) ist für alle Aktionäre der Vermögenseffekt pro gehaltener Aktie, der durch die Kapitalerhöhung ausgelöst wird, identisch. Zum Nachweis reicht es also aus zu zeigen, daß der Vermögenseffekt einer Kapitalerhöhung für einen sich durch Nichtausübung schützenden Aktionär je nach konkreter Situation kleiner oder größer als für die anderen Aktionäre, die ihre Bezugsrechte ausüben, sein kann. Für einen Aktionär, der über eine Beteiligungsquote \bar{q} verfügt und der seine Bezugsrechte verfallen läßt, hat die Kapitalerhöhung bei Ausübung aller anderen Bezugsrechte pro ursprünglich gehaltener Aktie folgenden Vermögenseffekt:

$$\frac{1}{a + (1 - \bar{q})n} \cdot \frac{a \cdot k \cdot K_- + n \cdot (1 - \bar{q}) \cdot r \cdot K_E}{k} - K_- . \quad (\text{A.4})$$

Für alle anderen, ihr Bezugsrecht ausübenden Aktionäre hat die Kapitalerhöhung dann pro ursprünglich gehaltener Aktie einen Vermögenseffekt von:

$$\frac{1 + \frac{a}{n}}{a + (1 - \bar{q}) \cdot n} \cdot \frac{a \cdot k \cdot K_- + n(1 - \bar{q}) \cdot r \cdot K_E}{k} - \frac{n}{a} \cdot K_E - K_- . \quad (\text{A.5})$$

Für andere Aktionäre ergibt sich damit aus einer Nichtausübung ein günstigerer Vermögenseffekt als für den nichtausübenden Aktionär selbst, wenn der Ausdruck (A.5) größer als der Ausdruck (A.4) ist bzw. wenn gilt:

$$K_E < K'_E \quad \text{mit} \quad K'_E = \frac{K_-}{1 + \frac{n}{a} \cdot (1 - \bar{q}) \cdot \left(1 - \frac{r}{k}\right)} . \quad (\text{A.6})$$

Andererseits läßt ein Aktionär mit Beteiligungsquote \bar{q} seine Bezugsrechte vorteilhafterweise nur dann verfallen, wenn gilt (vgl. Tabelle 3):

$$K_E > K_E^{I*} \quad \text{mit} \quad K_E^{I*} = \frac{K_-}{1 + \left(\frac{\bar{q}}{1 - \bar{q}} + \frac{n}{a}\right) \cdot \left(1 - \frac{r}{k}\right)} . \quad (\text{A.7})$$

Dabei gilt stets

$$K_E^{I*} < K'_E . \quad (\text{A.8})$$

Je nach Wahl des Emissionspreises K_E sind also immer drei Konstellationen möglich:

- $K_E < K_E^{I*}$: der Aktionär mit Beteiligungsquote \bar{q} übt seine Bezugsrechte aus,
- $K_E^{I*} < K_E < K'_E$: der Aktionär mit Beteiligungsquote \bar{q} läßt seine Bezugsrechte verfallen und gewährt damit stärkeren Drittschutz als er Selbstschutz erlangt und
- $K_E > K'_E$: der Aktionär mit Beteiligungsquote \bar{q} läßt seine Bezugsrechte verfallen und erlangt damit stärkeren Selbstschutz als er Drittschutz gewährt.

Plant z.B. eine Gesellschaft, deren Aktien bisher zu $K_- = 100$ notieren, eine Kapitalerhöhung im Verhältnis 1 : 1 und eine Verschwendung ($r = 0$) der Emissionserlöse, so ist es für einen Aktionär mit einer Beteiligungsquote von 40%

($\bar{q}=0,4$) vorteilhaft, seine Bezugsrechte verfallen zu lassen, wenn ein Emissionskurs oberhalb von $K_E^{I^*} = 37,5$ gewählt wird.

Wie hoch die Selbstschutzwirkung dieses Ausübungsverzichtes genau ausfällt und vor allem in welchem Verhältnis der dadurch erlangte Selbstschutz zum damit gewährten Drittschutz steht, hängt, wie Tabelle A.3 zeigt, von der genauen Höhe des Emissionskurses ab. Für einen Emissionskurs unterhalb von $K_E' = 62,5$ (z.B. $K_E = 50$) fällt der Drittschutz stärker als der Selbstschutz aus ($75 > 62,5$). Für einen Emissionskurs oberhalb von $K_E' = 62,5$ (z.B. $K_E = 70$) fällt der Selbstschutz stärker als der Drittschutz aus ($55 < 62,5$).

Höhe des Emissionskurses Höhe des beurteilungsrelevanten Aktionärsvermögens pro ursprünglich gehaltener Aktie	$K_E = 50$	$K_E = 70$
... für alle Aktionäre, wenn alle Aktionäre ihre Bezugsrechte ausüben	$100 - 50 = \mathbf{50}$	$100 - 70 = \mathbf{30}$
... für Aktionär mit Beteiligungsquote $\bar{q}=0,4$, der auf Ausübung verzichtet	$\frac{1}{1 + 0,6} \cdot 100 = \mathbf{62,5}$	$\frac{1}{1 + 0,6} \cdot 100 = \mathbf{62,5}$
... für andere Aktionäre, wenn ein Aktionär mit Beteiligungsquote $\bar{q}=0,4$ seine Bezugsrechte verfallen läßt	$\frac{2}{1 + 0,6} \cdot 100 - 50 = \mathbf{75}$	$\frac{2}{1 + 0,6} \cdot 100 - 70 = \mathbf{55}$

Tab. A.3: Selbstschutz und Drittschutz durch Verfall von Bezugsrechten (im Beispiel)

Literaturverzeichnis

BIENERT (1996)

Bienert, H.: Der Marktprozeß an Aktienbörsen – Bewertungseffizienz und Umverteilung, Wiesbaden 1996.

BITZ (1981)

Bitz, M.: Entscheidungstheorie, München 1981.

BITZ (1998)

Bitz, M.: Finanzdienstleistungen, 4. Auflage, München 1998.

BÖRSENZEITUNG (1999)

o.V.: Institutionelle erhalten kaum neue T-Aktien, in: Börsenzeitung vom 29. Juni 1999, S. 3.

BOSCH/GROß (1998)

Bosch, U. Groß, W.: Das Emissionsgeschäft, Köln 1998.

BUNDESTAG (1994)

Deutscher Bundestag: Entwurf eines Gesetzes für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts; BT-Drucksache 12/6721 vom 1.2.1994.

BUNDESTAG (1994a)

Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages: Beschlußempfehlung und Bericht zum Entwurf eines Gesetzes für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts; BT-Drucksache 12/7848 vom 13.6.1994.

CLAUSSEN (1996)

Claussen, C. P.: Das Gesetz über die kleine Aktiengesellschaft – und die ersten praktischen Erfahrungen; in: Wertpapier-Mitteilungen, 50. Jg., Heft 14/1996, S. 609-619.

DILGER (1994)

Dilger, E.: Die kleine AG und die Neuregelung zum Bezugsrechtsausschluß; in: Die Bank, Heft 10/94, S. 610-615.

DRUCARCZYK (1993)

Drukarczyk, J.: Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Auflage, München 1993.

DRUKARCZYK (1996)

Drukarczyk, J.: Finanzierung, 7. Auflage, Stuttgart 1996.

EKKENGA (1994)

Ekkenga, J.: Kapitalmarktrechtliche Aspekte des Bezugsrechts und Bezugsrechtsausschlusses; in: Die Aktiengesellschaft, Heft 2/1994, S. 59-66.

FAMA (1970)

Fama, E.F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work; in: Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, S. 383-417.

FISCHER (1995)

Fischer, Th. R.: Kapitalverwässerung; in: Gerke, W., Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Auflage, Stuttgart 1995, Sp. 1193-1200.

FRANKE/HAX (1999)

Franke, G., Hax, H.: Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. Auflage, Berlin u.a. 1999.

FREY/HIRTE (1991)

Frey, K., Hirte, H.: Das Vorab-Bezugsrechts auf Aktien und Optionsanleihen; in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht ZIP, 12. Jg., Heft 11/1991, S. 697-705.

FUDENBERG/TIOLE (1991)

Fudenberg, D., Tirole, J.: Game Theory, Cambridge, London 1991.

GROß (1994)

Groß, W.: Bezugsrechtsausschluß bei Barkapitalerhöhung: Offene Fragen bei der Anwendung des neuen § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG; in: Der Betrieb, Heft 48/1994, S. 2431-2439.

HAX (1971)

Hax, H.: Bezugsrecht und Kursentwicklung von Aktien bei Kapitalerhöhungen; in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 23. Jg. (1971), S. 157-163.

HAX (1998)

Hax, H.: Finanzierung; in: Bitz, M., Dellmann, K., Domsch, M., Wagner, F. W.: (Hrsg.): Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, Band 1, 4. Auflage, München 1998, S. 175-233.

HEFERMEHL/BUNGEROTH (1989)

Hefermehl, W., Bungeroth, E.: Kommentierung der §§ 182-221 AktG; in: Geßler u.a. (Hrsg.): Aktiengesetz, Band IV, München 1989 (Datum der Lieferung 12).

HEINSIUS (1991)

Heinsius, Th.: Bezugsrechtsausschluß bei der Schaffung von Genehmigtem Kapital; in: Goerdler, R. (Hrsg.): Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag, Berlin, New York 1991, S. 115-139.

HIRTE (1991)

Hirte, H.: Einige Gedanken zur Entwicklung des Bezugsrechts in den Vereinigten Staaten; in: Die Aktiengesellschaft, Heft 5/1991, S. 166-170.

HIRTE (1994)

Hirte, H.: Anmerkungen und Anregungen zur geplanten gesetzlichen Neuregelung des Bezugsrechts; in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht ZIP, 15. Jg., Heft 5/1994, S. 356-363.

HOFFMANN-BECKING (1995)

Hoffmann-Becking, M.: Gesetz zur „kleinen AG“ – unwesentliche Randkorrekturen oder grundlegende Reform?; in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht ZIP, 16. Jg., Heft 1/1995, S. 1-10.

HÜFFER (1997)

Hüffer, U.: Aktiengesetz, München 1997.

IMMENGA (1993)

Immenga, U.: Einlagenschutz bei mittelbarem Bezugsrecht; in: Beisse, H., Lutter, M., Närrger, H. (Hrsg.): Festschrift für KARL BEUSCH zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993, Berlin, New York 1993.

JUHNKE (1995)

Juhnke, R.: Die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt in der deutschen Publikums-Aktiengesellschaft und der Funktionswandel ihrer Organe, Frankfurt u.a. 1995.

KALLMEYER (1993)

Kallmeyer, H.: Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluß – Vorschlag für eine neue Bezugsrechtsdoktrin von AG und KGaA; in: Die Aktiengesellschaft, Heft 6/1993, S. 249-252.

KLOOCK (1976)

Kloock, J.: Kapitalverwässerung; in: Büschgen, H. E. (Hrsg.): Handwörterbuch der Finanzwirtschaft, Stuttgart 1976, Sp. 1104-1111.

KOLLAR (1995)

Kollar, A.: Emission von Wertpapieren; in: Gerke, W., Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Auflage, Stuttgart 1995, Sp. 500-511.

KROPFF (1965)

Kropff, B.: Aktiengesetz, Düsseldorf 1965

KRUSCHWITZ (1986)

Kruschwitz, L.: Bezugsrechtsemissionen in optionstheoretischer Sicht; in: Kredit und Kapital, 19. Jg. (1986), S. 110-121.

Krümmel (1964)

Krümmel, H.-J.: Kursdisparitäten im Bezugsrechtshandel; in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 16. Jg. (1964), S. 485-498.

KÜBLER (1993)

Kübler, F.: Sind zwingende Bezugsrechte wirtschaftlich sinnvoll?; in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Heft 1/1993, S. 1-7.

KÜBLER (1994)

Kübler, F.: Aktienrechtsreform und Unternehmensverfassung; in: Die Aktiengesellschaft, Heft 4/1994, S. 141-148.

KÜBLER/MENDELSON/MUNDHEIM (1990)

Kübler, F., Mendelson, M., Mundheim, R. H.: Die Kosten des Bezugsrechts – Eine rechtsökonomische Analyse des amerikanischen Erfahrungsmaterials; in: Die Aktiengesellschaft, Heft 11/1990, S. 461-475.

LUCE/RAIFFA (1957)

Luce, R. D., Raiffa, H.: Games and Decisions, New York, London, Sydney 1957.

LUTTER (1984)

Lutter, M.: Kommentierung zu §§ 182 - 240 AktG; in: Zöllner, W. (Hrsg.): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band II, 1. Auflage, Köln u.a. 1984.

LUTTER (1994)

Lutter, M.: Das neue „Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts“; in: Die Aktiengesellschaft, Heft 10/1994, S. 429-447.

LUTTER (1995)

Lutter, M.: Kommentierung zu §§ 182-240 AktG; in: Zöllner, W. (Hrsg.): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 5/1, 2. Auflage, Köln u.a. 1995.

MARSCH-BARNER (1994)

Marsch-Barner, R.: Die Erleichterung des Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG; in: Die Aktiengesellschaft, Heft 12/1994, S. 532-539.

MARTENS (1992)

Martens, K.-P.: Der Ausschluß des Bezugsrechts; in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht ZIP, 13. Jg., Heft 23-24/1992, S. 1677-1697.

MARTENS (1994)

Martens, K.-P.: Richterliche und gesetzliche Konkretisierungen des Bezugsrechtsausschlusses; in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht ZIP, 15. Jg., Heft 9/1994, S. 669-678.

MECKLENBURG (1965)

Mecklenburg, G.: Kapitalverwässerung – Erscheinungsformen und Möglichkeiten der analytischen Erfassung; in: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (Hrsg.): Beiträge zur Aktienanalyse, Heft 3/1965, S. 17-26.

MENKEN (1993)

Menken, K.: Informationsökonomie, Bilanztheorie und HGB, Göttingen 1993.

NIEDERNHUBER (1988)

Niedernhuber, G.: Ausschüttungsregeln für Aktiengesellschaften – Eine ökonomische Analyse, Hamburg 1988.

NIPPEL/SCHWEIZER (1994)

Nippel, P., Schweizer, Th.: Bezugsrechtsausschluß, Kapitalverwässerung und Ankündigungseffekt; in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 10/1996, S. 531-534.

RAMMERT (1998)

Rammert, St.: Der vereinfachte Bezugsrechtsausschluß – eine ökonomische Analyse; in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 50. Jg. (1998), S. 703-724.

RAPP (1995)

Rapp, H.-W.: Der Markt für Aktien-Neuemissionen – Preisbildung, Preisentwicklung und Marktverhalten bei eingeschränkter Informationseffizienz, Dissertation an der Universität Mannheim 1995.

SCHIERENBECK/HÖLSCHER (1998)

Schierenbeck, H., Hölscher, R.: BankAssurance, 4. Auflage, Stuttgart 1998.

SCHIPPEL (1990)

Schippel, H.: Die Leistung der Bareinlage bei der Erhöhung des Kapitals von Aktiengesellschaften; in: Baur, J.F., Hopt, K.J., Mailänder, K.P. (Hrsg.): Festschrift für ERNST STEINDORFF zum 70. Geburtstag am 13. März 1990, Berlin, New York 1990.

SCHOCKENHOFF (1994)

Schockenhoff, M.: Der rechtmäßige Bezugsrechtsausschluß; in: Die Aktiengesellschaft, Heft 2/94, S. 45-59.

Seibert/Köster (1995)

Seibert, U., Köster, B.-K.: Die kleine AG – Gesellschaftsrechtliche und steuerrechtliche Aspekte, 2. Auflage, Köln 1995.

SMITH (1977)

Smith, C.W.: Alternative Methods for Raising Capital – Rights Versus Underwritten Offerings; in: Journal of Financial Economics, Vol. 5 (1977), S. 273-307.

TELEKOM (1994)

Deutsche Telekom AG: Verkaufsprospekt/Börsenzulassungsprospekt vom 15. Juni 1999.

TRAPP (1997)

Trapp, Ch.: Erleichterter Bezugsrechtsausschluß nach § 186 Abs.3 S.4 AktG und Greenshoe; in: Die Aktiengesellschaft, Heft 3/1997, S. 115-123.

WIEDEMANN (1979)

Wiedemann, H.: Ausgabekurs und Bezugskurs beim mittelbaren Bezugsrecht, in: Wertpapier-Mitteilungen, Nr. 36, 1979, S. 990-993.

WIEDEMANN (1995)

Wiedemann, H.: Kommentierung der §§ 179-191 AktG; in Gadow, W, Heinechen, E. (Hrsg.): AktG-Großkommentar, Berlin, New York 1995.

WYMEERSCH (1998)

Wymeersch, E.: Das Bezugsrecht der alten Aktionäre in der Europäischen Gemeinschaft: eine rechtsvergleichende Untersuchung, in: Die Aktiengesellschaft, Heft 8/1998, S. 382-393.

ZIMMERMANN (1987)

Zimmermann, H.: Emissionspreis und Bezugsrechtswert bei Aktienemissionen; in: Kredit und Kapital, 20. Jg. (1987), S. 236-244.