

ZWISCHENFORM DER EIGEN- UND FREMDFINANZIERUNG

E. Şule GÖKŞENLİ

M.Ü., Almanca İşletme Bölümü, Araştırma Görevlisi

Özet: Anonim şirketler, çıkardıkları menkul kıymetleri daha cazip hale getirebilmek için ilave haklar, olanaklar ve güvenceler sağlamaktadır. Bu tür menkul kıymetlere ise hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller (Warrant), hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller (convertible bonds), kara katımlı tahviller, intifa senetler ve katılım belgesidir. Bu menkul kıymetler, hukuki ve ekonomik açıdan hem özsermaye, hem de yabancı sermayenin özelliklerini taşımaktadırlar.

I. EINFÜHRUNG

Der vorliegende Artikel gibt einen Überblick über die Zwischenformen der Eigen- und Fremdfinanzierung. Nach der Rechtstellung der Kapitalgeber und der Kapitalhaftung wird Eigen- und Fremdfinanzierung unterschieden. Nach dem Kriterium der Mittelherkunft wird in Außen- und Innenfinanzierung eingeteilt. Die Kapitalgeber und -nehmer können je nach ihren Bedürfnissen die betreffenden Finanzinstrumente anwenden.

II. GRUNDBEGRIFFE

II.1. Arten der Kapitalbeschaffung

Nach dem Kriterium der Rechtstellung der Kapitalgeber und der Kapitalhaftung wird unter Eigen- und Fremdfinanzierung unterschieden [1] (siehe Abb. 1).

Eine Eigenfinanzierung (Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung) liegt vor, wenn dem Unternehmen durch die Eigentümer (Einzelunternehmung), Miteigentümer (Personengesellschaften) oder Anteilseigner (Kapitalgesellschaften) das Eigenkapital von außen zugeführt wird. Wenn das Eigenkapital nicht durch Gewinnthesaurierung (Innenfinanzierung) gebildet wird, dann erhalten Einzelunternehmen und Personen-gesellschaften ihr Eigenkapital durch Einlage von privaten Mitteln und die Kapitalgesellschaften durch Gewährung von Gesellschaftsrechten an natürliche oder juristische Personen, welche die Anteile übernehmen [2].

Bei der Fremdfinanzierung haftet das Fremdkapital nicht für die Verbindlichkeiten der Unternehmung, es begründet für die Unternehmung eine Rückzahlungsverpflichtung gegenüber den Gläubigern. Das Fremd-

kapital steht nur terminiert zur Verfügung und muß zu dem vereinbarten Termin getilgt werden [1].

Nach dem Kriterium der Mittelherkunft kann man in Außen- und Innenfinanzierung gliedern. Bei Außenfinanzierung werden finanzielle Mittel oder geldwertäquivalente Vermögensgegenstände dem Unternehmen explizit auf Finanzmärkten operierenden Financiers zur Verfügung gestellt. Im Kern besteht das Innenfinanzierung einer Unternehmung bezogen auf einer Periode aus der Differenz der in der Periode erhaltenen Einzahlungen von Nichtfinanzierungsmärkten abzüglich der in der Periode geleisteten Auszahlungen an Nichtfinanzierungsmärkte und vertraglich festgelegten Zahlungen an Gläubiger [3].

II.2. Obligationen

Die klassische Form der langfristigen (heutzutage überwiegend kurz- und mittelfristig) Fremdfinanzierung ist die Ausgabe von Obligationen. Die Obligationen sind Wertpapiere, die eine Geldforderung verbriefen. Für die schuldnerische Unternehmung ist die Ausgabe von Obligationen vorteilhaft, weil sie an langfristiges Kapital in großen Beträgen beschaffen kann. Für die Kapitalgeber ist der Kauf von Obligationen günstig, weil sie festverzinslich sind und ihre Wertpapiere jederzeit an der Effektenbörse verkaufen können. Wirtschaftlich sinnvoll ist die Emission von Obligationen aufgrund der hohen einmaligen Kosten aber erst dann vorteilhaft, wenn der gesamte zu beschaffende Kapitalbetrag beträchtlich hoch ist [4].

Die Eigenschaften der Obligationen sind [5]:

1) Die Laufzeit der Obligationen ist in den verschiedenen Ländern unterschiedlich. In den USA und Europa beträgt sie im allgemeinen zwischen 8 und 25 Jahren.

2) Obligationen sind in Stückelungen verbrieft (z.B. Teilschuldverschreibung)

3) Die Sicherung erfolgt in der Regel durch die Eintragung eines Grundpfandrechts (Grundschulden, Hypothek).

4) Die Tilgung kann durch Auslösung oder Rückkauf an der Börse erfolgen.

5) Sie werden Unter-Pari emittiert; der Effektivzins liegt über dem Nominalzins. Die Rückzahlung erfolgt Über-Pari.

Nach dem Emittenten unterscheidet man Obligationen in öffentliche Obligationen, Bank- und Industrieobligationen.

II.3.. Stammaktien und Vorzugsaktien

Nach dem Umfang der Rechte der Aktionäre wird in Stamm- und Vorzugsaktien unterschieden. Stammaktien stellen den Normaltyp der Aktien dar und gewähren gleiches Stimmrecht in der Hauptversammlung, den gleichen Anspruch auf einen Gewinnanteil, gleichen Anteil am Liquidationserlös und ein gesetzliches Bezugsrecht auf junge Aktien bei Kapitalerhöhungen oder auf Wandelobligationen [2].

Vorzugsaktien gewähren den Berechtigten die Vorzüge gegenüber den Stammaktionären. Der Vorzug kann in einem besonderen Anspruch auf Dividende, Stimmrecht, Bezugsrecht oder Liquidationserlös begründet liegen [1].

In der Praxis sind Vorzugsrechte verbreitet, hinsichtlich der Beteiligung am Abwicklungserlös. Der Vorzug bei der Gewinnverteilung äußert sich darin, daß die Vorzugsaktionäre eine bestimmte Dividende erhalten, bevor der Gewinn an die anderen Aktionäre verteilt wird [5].

III. ZWISCHENFORM VON EIGEN- UND FREMDFINANZIERUNG

Wenn die Anleihen mit Sonderrechten ausgestattet werden, sind 5 Typen von Sonderformen bzw. Mischformen zu unterscheiden [6] (siehe Abb. 2).

- 1) Wandelobligationen
- 2) Optionsanleihe
- 3) Gewinnobligation
- 4) Genußschein
- 5) Partizipationsschein

Die Sonder- bzw. Zusatzrechte ermöglichen entweder den Erwerb von Aktien der Unternehmung (Wandelanleihe und Optionsanleihe) oder können über einen festen Zins hinaus eine Beteiligung des Obligationärs am Reingewinn der betreffenden Unternehmen vorsehen (z.B. Gewinnobligationen) [6].

Diese Finanzarten weisen die Merkmale der Eigen- und Fremdfinanzierung auf. Sie haben das Ziel, den Kreditgebern und Kreditnehmern einen Interessenausgleich zu gewähren. Es gibt Finanzarten, die zu einer Gruppe rechtlich, aber wirtschaftlich oder steuerrechtlich zu einer anderen Gruppe zugeordnet werden können. Deshalb können diese Finanzalternativen sowohl der Eigen- als auch der Fremdfinanzierung zugeordnet werden [7].

III.1. Wandelanleihe (Convertible Bond)

Die Wandelanleihe verbietet den Inhabern neben den Rechten aus einer Teilschuldverschreibung ein Umtauschrecht in Bezugsrecht auf Aktien. Umtauschrecht ist eine Möglichkeit, aber keine Verpflichtung [8].

Das Umtauschrecht kann meist erst nach einer bestimmten Sperrfrist ausgeübt werden. Die Ausgabe von Wandelanleihe bedarf eines Beschlusses der Hauptversammlung, da zur Wahrung des Umtauschrechts eine bedingte Kapitalerhöhung vorgenommen werden muß [1].

Die wichtigsten Bestandteile einer Wandelanleihe sind [8]:

- 1) Zinssatz
- 2) Laufzeit
- 3) frühester Umtauschtermin
- 4) Umtauschfrist
- 5) Wandlungsverhältnis
- 6) Zuzahlungen bei Wandlung

Das Wandlungsverhältnis zeigt die Relation. Wenn zum Beispiel das Wandlungsverhältnis 4:1 beträgt, dann besagt das, daß 4 Wandelanleihen eines gegebenen Nennwertes gegen einer Aktie des gleichen Nennwertes getauscht werden können.

Die Zuzahlung bei der Wandlung wird mit einem Beispiel dargestellt. Eine X-AG bietet Umwandlungsrecht einer Teilschuldverschreibung im Nennwert von 1.000 DM gegen 25 Aktie zum Nennwert je 55 DM.

$$25 \times 55 = 1.375 \text{ DM}$$

$$1.375 - 1.000 = 375 \text{ DM}$$

Die X-AG muß von dem Inhaber der Teilobligation mindestens eine Zuzahlung von 375 DM verlangen.

Der rechnerische Wert und der tatsächliche Marktwert (Börsenkurs) einer Wandelanleihe setzt sich zusammen aus der Obligationskomponente und der Umwandlungskomponente. Der rechnerische Kurswert

der Obligation (R^{obl}) im Ausgabezeitpunkt $t=0$ ergibt sich mit Hilfe der Kapitalwertmethode (1):

$$R_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E_t}{(1+i)^t} + \frac{L_n}{(1+i)^n}$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{I_w \times N}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n}$$

- E_t = Rückflüsse zu den Zeitpunkten $t=1,2,\dots$
- I_w = Zinssatz der Wandelanleihe
- N = Nennwert
- i = herrschender Marktzinssatz für Obligation gleicher Laufzeit
- L_n = Tilgung am Ende der Laufzeit

Das Umtauschrecht besitzt einen eigenständigen Wert, der insbesondere von dem aktuellen Börsenkurs der Aktien abhängt. Je höher der Aktienkurs liegt, desto wertvoller ist das Umtauschrecht. Aus diesem Grund schwanken die Kurse von Wandelobligation an der Börse annähernd parallel zu den entsprechenden Aktienkursen [9].

Der rechnerische Wert des Umtauschrechts:

$$R_t^{Um} = \frac{a \times (K_{A,t} - Z_t)}{w}$$

- R_t^{Um} = Wert des Umtauschrechts
- Z_t = Zuzahlung pro Aktie
- w = Anzahl der Wandelobligation
- a = Anzahl der Aktien pro Wandelobligation

$$\text{Bezugsverhältnis} = \frac{w}{a}$$

Rechnerischer Kurswert der Wandelobligation (R_t^w)

$$R_t^w = \text{Max.} \{ R_t^{obl}; R_t^{Um} \}$$

Der höhere Wert ist ausschlaggebend, der Kurs der Wandelobligation kann nicht unter den Wert R_t^{obl} sinken. Die Begrenzung des Risikos nach unten kann als Ursache dafür gesehen werden, daß der tatsächliche Marktwert (M_t^w) normalerweise über dem rechnerischen Wert liegt.

Die Kapitalanleger sind bereit, eine Prämie für die Risikobegrenzung zu erbringen [1].

$$\text{Prämie} = M_t^w - R_t^w$$

Die Wandelanleihe erlangt in folgenden Fällen als Finanzierungsinstrument für eine Unternehmung Bedeutung:

- 1) Die erschwerte Anwendung der typischen Finanzierungsformen (Aktien oder Obligationen); d.h. die Aktienkurse sind stark gedrückt und der Zins für Anleihen hoch liegen. Da die Börsenlage verbundene Kapitalkosten hoch sind, kann der Finanzchef versuchen, in seine AG Wandelanleihen unterzubringen.
- 2) Die Emissionsbedingungen für Aktien und/oder Anleihen sind auch dann erschwert, wenn die AG eine geringe Ertragskraft aufweist. Die AG kann sich am Anfang eines Wachstumsprozesses befinden. Die Erfolgskraft wird dann durch niedrige Zinszahlungen wenig belastet.

III.2. Optionsanleihe (Warrant)

Eine Optionsanleihe ist ein Paket, das aus einer normalen Obligation und einem Recht besteht, Stammaktien der emittierenden Unternehmung zu einem im Ausgabezeitpunkt festgelegten Kurs (Optionskurs), in einem Optionsverhältnis und während einer bestimmten Frist zu beziehen. Das Optionsrecht (Optionsschein) kann ausgeübt werden, ohne daß die Obligation eingetauscht werden muß. In diesem Fall ist der Anleger Aktionär und bleibt zugleich Gläubiger [3].

Die rechtlichen Voraussetzungen ähneln einer Wandelobligation. Die wichtigsten Bestandteile sind [8]:

- 1) Zinssatz, Zinstermine, Laufzeit
- 2) Ausgabe- und Rückzahlungsbetrag und Besicherung
- 3) Optionsverhältnis und die Optionsfrist
- 4) Optionskurs
- 5) Verwässerungsschutzklauseln

Bei Optionsanleihen ist ein Bezugsverhältnis (von Aktien auf Optionsrecht) festgelegt. Ein bestimmter Bezugskurs kann auch vorgegeben werden (Bezug von Aktien gegen bestimmte Zuzahlung). Der Inhaber des Optionsscheines will ein langfristiges Termingeschäft eingehen, denn er hat das Recht, in einem bestimmten Zeitraum, bei einem ihm günstig erscheinenden Kurs, einen vereinbarten Preis zu erhalten. Die Einflußgrößen auf den Kurswert sind [1]:

- 1) Die Erwartung, daß in Zukunft die Aktienkurse steigen.
- 2) Die Länge der Bezugsperiode
- 3) Das Optionsverhältnis

Der rechnerische Wert des Optionsrechts (R_t^{Os}) wird wie nachstehend ermittelt:

$$R_t^{Os} = b \times (K_t^A - B)$$

b = Bezugsverhältnis
 K_t^A = Kurswert der Aktien im Zeitpunkt t
B = Bezugspreis für eine Aktie bei Ausübung der Option (Optionkurs)

Die Untergrenze ist der Marktpreis (M_t^{Os}) des Optionsscheins:

$$M_t^{Os} \geq \text{Max}\{0; R_t^{Os}\}$$

Wenn $K_t^A > B$ gilt, dann werden bei einem Absinken des M_t^{Os} unter den rechnerischen Wert R_t des Optionsscheins Arbitrageprozesse lohnend, bei denen Optionsscheine gekauft, die Optionen ausgeübt und die erhaltenen Aktien sofort wieder veräußert werden (1).

III.3.. Gewinnobligationen

Man kann die Gewinnobligationen von rechtlicher und wirtschaftlicher Seite betrachten. Rechtlich gesehen ist sie der Kreditfinanzierung zugeordnet. Wirtschaftlich hat sie eine Verbindung von Genußrechten mit einer Industrieobligation. Der Inhaber des Gewinnobligationes partizipiert an den Gläubigeransprüchen und an der Ertragskraft des Schuldners mit einem Zins- und Gewinnanspruch [7].

Gewinnobligationen haben folgende Eigenschaften [3]:

- 1) Eine feste Laufzeit
- 2) Ein vertraglich vereinbarter Zinssatz
- 3) Die Zinszahlungen verkürzen die steuerliche Bemessungsgrundlage des Schuldnerunternehmens.
- 4) Die Zinszahlung können als nachholpflicht vereinbart werden.

Mit diesen Eigenschaften sinken die Kosten für die Eigentümer von Unternehmen und da sie Flexibilität gewähren, schaffen sie kein zusätzliches Konkursrisiko. Die Gewinnobligationen dürfen nach einem Beschluß der Hauptversammlung ausgegeben werden. Es bedarf einer 3/4-Mehrheit des vertretenen Grundkapitals. Wenn mehrere Gattungen von Aktien vorhanden sind, so bedarf der Beschluß der Zustimmung der Aktionäre jede Gattung [3].

Es gibt nur zwei Grundformen von der Gewinnobligation [6]:

- 1) Mit gewinnabhängiger Verzinsung: Sie ist oft nach oben begrenzt, statt mit einem festen Zinsanspruch.
- 2) Mit garantierter Mindestverzinsung und gewinnabhängiger Zusatzverzinsung.

Bei einem Konkursfall hat sie den Vorrecht und im Verlustfall werden die Zinsen bezahlt. Nur mit einem Reingewinn ist sie verzinslich. Deswegen bezugt sie eher einem Anteilspapier als einem Forderungspapier.

III.4. Genußscheine

Im Aktiengesetz findet sich keine spezielle Regelung für Genußscheine. Die Genußscheine verbriefen ein Gläubigerrecht; also werden Vermögensrechte an der Gesellschaft gewährt. Sie verbrieft aber keine Stimmrechte. Sie stellen eine börsengehandelte Zwischenform der Finanzierung zwischen Stammaktien und Fremdkapitalanteilen dar. Die Genußscheine haben eine begrenzte Lebensdauer. Sie werden durch Kündigung, Rückzahlung oder Fristablauf beendet. Die Genußrechte sind durch den Inhabern nicht kündbar [8].

Im Unterschied zu Anleihen ist die Verzinsung von Genußscheinen an die Gewinnsituation des Emittenten gebunden. Genußscheine sind häufig mit einer jährlich garantierten Mindestverzinsung ausgestattet. Ansonsten kann die Verzinsung von der Dividentenhöhe oder einer vorher festzulegenden Kapitalrendite des Unternehmens abhängig gemacht werden [9].

Bei den emittierten Genußscheinen ist eine Mindest-ausschüttung verbrieft worden. Damit die Genußscheine bei Kreditinstituten und Nichtbanksektoren als Eigenkapital anerkannt werden können, müssen sie der Formulierung " Mindestanforderungen " folgen. Die Mindestanforderungen sind [7]:

- 1) Tatsächliche Einzahlung des verbrieften Eigenkapitals
- 2) Die Verlustteilnahme erfolgt bis zur vollen Höhe des Nennbetrages. Da die Verlustteilnahme gefordert wird, deutet es auf den Eigenkapitalcharakter. Die Verlustteilnahme muß aber in der Ausstattungs-

beschreibung genau geregelt werden. Im Allgemeinen wird Verlustteilnahme am Bilanzverlust erfordert.

3) Nachrangigkeit gegenüber sonstigen Gläubigern

4) Die Mindestlaufzeit muß 5 Jahre sein. Dadurch kann das Unternehmen rechtzeitig Dispositionen treffen, um Genußschein zurück-zuzahlen.

5) Restlaufzeit von 2 Jahren

6) Schriftform

Es gibt Genußscheine, die Rechte am Gewinn und am Liquidationserlös gewähren. Die Ausschüttungen werden steuerlich als Gewinnanteile betrachtet und unterliegen der Körperschaftsteuer. Das hat für die Unternehmung Nachteile. Es gibt auch Genußscheine, die sich für die Eigenkapitalbeschaffung anbieten und die nur Gewinnanteile gewähren. Ausschüttungen gelten steuerlich als Betriebsausgaben: für Empfänger stellen sie Einkünfte aus Kapitalvermögen dar [6].

Die Gewährung von Genußrechten ist an die Zustimmung mindestens einer 3/4-Mehrheit der Hauptversammlung gebunden. Sie hat den Vorteil, daß auch mittelständische Unternehmen, die wegen ihrer Rechtsform noch keine Börsenzulassung besitzen, dieses Finanzierungsinstrument anwenden können [8].

E. Partizipationsscheine

Partizipationsscheine stellen auch wie die Genußscheine eine Zwischenform von Stammaktien und Anleihen dar. Sie sind Vorzugsaktien ohne Stimmrechte. Der Partizipationsschein gewährt Anspruch auf Gewinnpartizipation, Teilhabe am Liquidationserlös und Bezugsrecht. Dagegen fehlen die Mitgliedschaftsrechte, also das Stimmrecht zur Einberufung und zur Teilnahme an der Hauptversammlung, und die Anfechtungsrechte. Partizipationsscheine dienen somit ausschließlich der Finanzmittelbeschaffung auf dem Wege der "ewigen" Kreditfinanzierung, sind jedoch als Anreize für die Zeichnung durch Anleger mit Erfolgsbeteiligung ausgestattet. Aufgrund der rechtlichen Konstruktion stellen Partizipationsscheine die Bestandteile des Nominalkapitals der Unternehmung dar, gleichwohl sind Bezugsrechte auf junge Aktien anlässlich von Kapitalerhöhungen ausgeschlossen [6].

Eine Begründung für die Nutzung ist die Furcht vor Überfremdung. Man beschafft damit Eigenkapital, ohne die Stimmrechtsverhältnisse zu verschieben. Die

Partizipationsscheine können von der Seite der Gesellschaft nicht gekündigt werden. In der Schweiz wird der Partizipationsschein verstärkt genutzt, da das schweizerische Recht die stimmrechtlose Aktie nicht zuläßt [8].

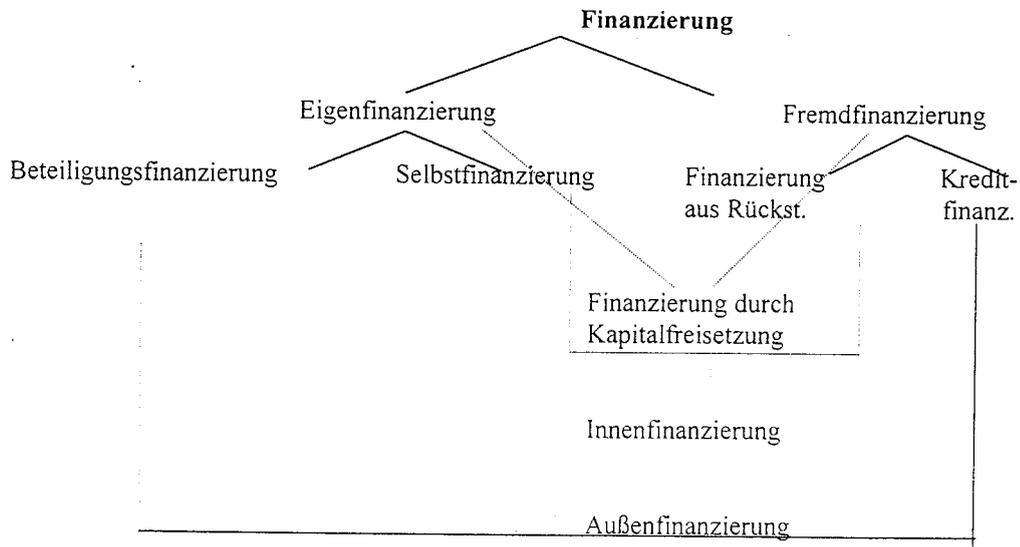
IV. ZUSAMMENFASSUNG

In diesem Artikel sind die Zwischenformen von Eigen- und Fremdfinanzierung dargestellt. Diese Anleihen sind mit Sonderrechten ausgestattet. Die Kapitalnehmer können nach ihrer Unternehmenspolitik die Anleihen der Mischformen emittieren. Wenn für die Unternehmen der Zugang über Aktien oder Obligationen erschwert ist, die Kosten bei der Kapitalbeschaffung günstig sind und die Furcht vor Überfremdung vorhanden ist, können unter anderem die Anleihen dieser Mischformen eingesetzt werden.

LITERATUR

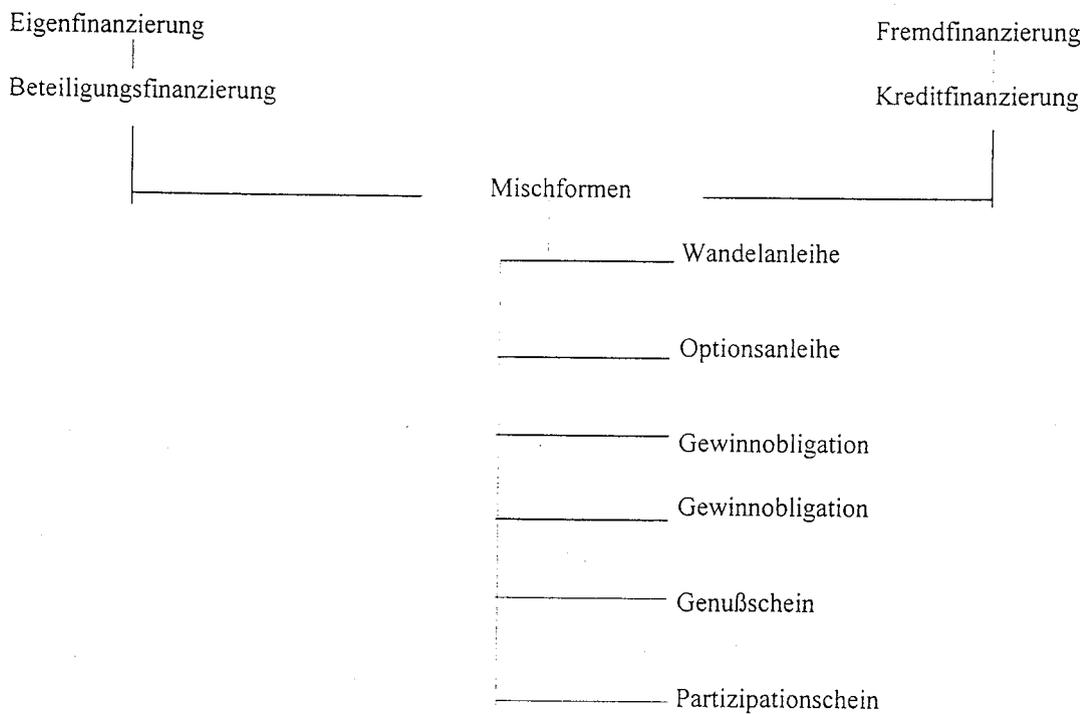
- [1] Perridon, Louis; Steiner, Manfred. **Finanzwirtschaft der Unternehmung**, 8. Aufl., Verlag Franz Vahlen, München, 1995.
- [2] Wöhe, Günther, **Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre**, Verlag Franz Vahlen, München, 1993.
- [3] Drukarczyk, J., **Finanzierung**, 6. Aufl., Gustav Fischer Verlag, Stuttgart, 1993.
- [4] Schmidt, Reinhardt, **Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie**, 2. Aufl., Gabler Verlag, Wiesbaden, 1992.
- [5] Gebhardt, Günther, **Anleihen als Instrumente der langfristigen Finanzierung**, Hrsg. Gebhardt, Günther; GERKE, Wolfgang; STEINER, Manfred, **Handbuch des Finanzmanagements**, Verlag C.H. Beck, Frankfurt, 1993.
- [6] Eilenberger, Guido. **Betriebliche Finanzwirtschaft**, 4. Aufl., R. Oldenbourg Verlag, München, 1991.
- [7] Busse, F.J., **Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft**, 2. Aufl., R. Oldenbourg Verlag, München, 1993.
- [8] Süchting, Joachim, **Finanzmanagement**, 5. Aufl., Gabler Verlag, Wiesbaden, 1991.
- [9] Steiner, Manfred; Bruns, Christoph, **Wertpapier - Management**, 4. Aufl., Schäffer -- Poeschel Verlag, Stuttgart, 1995.

Abb.1. Einteilung der Finanzierung nach dem Kriterium der Kapitalhaftung



Quelle: Perridon, L.; Steiner, M.: "Finanzwirtschaft der Unternehmung"; 8. Aufl.; Verlag Franz Vahlen; München 1995.S. 320.

Abb.2. Schema der Finanzierungsalternativen (Nach rechtlicher Art)



Quelle: Perridon, L.; Steiner, M.: "Finanzwirtschaft der Unternehmung"; 8. Aufl.; Verlag Franz Vahlen; München 1995.s.320.