

Kapitalerhöhungen gegen Einlagen

Eine theoretische Analyse
unter besonderer Berücksichtigung des Aktienbezugsrechts

Von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
der Rheinisch-Westfälischen Technischen Hochschule Aachen
zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
genehmigte Dissertation

vorgelegt von

Diplom-Kaufmann
Thomas Herfs
aus Geilenkirchen

Berichter: Universitätsprofessor Dr. Wolfgang Breuer
 Universitätsprofessor Dr. Hans Peter Möller

Tag der mündlichen Prüfung: 17.07.2001

„D 82 (Diss. RWTH Aachen)“

Aachener finanzwirtschaftliche Studien

Band 2

Thomas Herfs

Kapitalerhöhungen gegen Einlagen

Eine theoretische Analyse
unter besonderer Berücksichtigung des Aktienbezugsrechts

D 82 (Diss. RWTH Aachen)

Shaker Verlag
Aachen 2001

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Herfs, Thomas:

Kapitalerhöhungen gegen Einlagen : Eine theoretische Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Aktienbezugsrechts / Thomas Herfs.

Aachen : Shaker, 2001

(Aachener finanzwirtschaftliche Studien ; Bd. 2)

Zugl.: Aachen, Techn. Hochsch., Diss., 2001

ISBN 3-8265-9308-1

Copyright Shaker Verlag 2001

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 3-8265-9308-1

ISSN 1435-7135

Shaker Verlag GmbH • Postfach 1290 • 52013 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: www.shaker.de • eMail: info@shaker.de

Danksagung

Die vorliegende Arbeit ist im Mai 2001 von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Rheinisch-Westfälischen Technischen Hochschule Aachen als Dissertation angenommen worden. Ich möchte die Gelegenheit nutzen, an dieser Stelle all denjenigen zu danken, deren wertvolle Unterstützung ich bei der Fertigstellung erfahren durfte.

Zunächst danke ich meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Wolfgang Breuer, für die konstruktive Zusammenarbeit bei der Erstellung der Dissertation. Er ließ mir stets genügend Freiraum für die Konzeption und förderte die Arbeit gerade in der Endphase mit noch manch bereicherndem Hinweis. Mein Dank gilt auch Herrn Prof. Dr. Hans Peter Möller für die Übernahme des Zweitgutachtens.

Weiterhin erwähnen möchte ich an dieser Stelle meine Kollegen, Herrn Dr. Marc Gürtler, Frau Dipl.-Vw. Nora Hartmann, Frau Dipl.-Vw. Anke Kleefisch, Herrn Dr. Daniel Mahayni, Herrn Dipl.-Vw. Klaus Mark, Herrn Dr. Achim Schuhmacher, Herrn Dr. Frank Schuhmacher, Herrn Dipl.-Vw. Thomas Weber sowie die Sekretärinnen Frau Annegret Ruston und Frau Andrea Das Gupta, die allesamt zu einer stets sehr angenehmen und harmonischen Atmosphäre am Lehrstuhl beigetragen haben und dadurch meine Freude an der Auseinandersetzung mit meinem Dissertationsthema auch in schwierigeren Phasen der Arbeit fortwährend aufrecht zu erhalten vermochten. Besonders hervorheben möchte ich Herrn Dr. Marc Gürtler, der mir gerade in schwierigen Spezialfragen ein jederzeit hilfsbereiter Diskussionspartner war und mir darüber hinaus mit seinem sehr freundschaftlichen Rat und Erfahrungsschatz immer selbstlos zur Seite stand. Auch vielen hier nicht näher genannten guten Freunden gilt entsprechend mein Dank für ihre moralische Unterstützung und den konstant guten Zuspruch.

Ein ganz besonderer Dank gilt meinen lieben Eltern, die mir meinen beruflichen und akademischen Werdegang ermöglicht haben. Auf ihre Unterstützung konnte und kann ich mich immer verlassen. Ihnen ist daher diese Arbeit gewidmet.

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	VII
Abbildungsverzeichnis	IX
Tabellenverzeichnis	XI
Symbolverzeichnis	XIII

Einleitung	1
1 Problemstellung	1
2 Gang der Arbeit	2

Kapitel A Rechtliche und institutionelle Rahmenbedingungen für die Aufnahme zusätzlichen Beteiligungskapitals	5
---	----------

1 Motive für eine Kapitalerhöhung	5
2 Aktienrechtliche Formen von Kapitalerhöhungen	9
2.1 Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§§ 182 bis 191 AktG)	9
2.2 Bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 bis 201 AktG)	10
2.3 Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital (§§ 202 bis 206 AktG)	11
2.4 Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 bis 220 AktG)	11
3 Darstellung und Abgrenzung verschiedener Emissions- und Begebungsmethoden	13
3.1 Alternative Emissionsmethoden	13
3.1.1 Bezugsrechtsemission	13
3.1.2 Bezugsrechtsausschlußemission	14
3.1.3 Die Praxis des Bezugsrechtsausschlusses im Ländervergleich Deutschland - USA	18
3.2 Alternative Begebungsmethoden	23
3.2.1 Selbstemission	23
3.2.2 Fremdemission	24
3.2.2.1 Die Rolle der Banken als Finanzintermediäre	24

3.2.2.2	Die Ausgestaltung der Bankenfunktionen im einzelnen	26
3.2.2.2.1	Risikoübernahmefunktion	26
3.2.2.2.2	Plazierungsfunktion	31
3.2.2.2.2.1	Plazierung im Festpreisverfahren	31
3.2.2.2.2.2	Plazierung im Auktionsverfahren	32
3.2.2.2.2.3	Internationale Plazierung	35
3.2.2.2.2.4	Öffentliche versus private Plazierung	36
3.2.2.2.2.5	Plazierung via Internet	36
3.2.2.2.3	Beratungs- und Abwicklungsfunktion	37
3.2.2.2.4	Der Emissionskredit als Vertrauensbildungsfunktion	38
4	Kombinationen von Emissionsmethoden und Begebungsmethoden im Überblick	40
5	Ablauf und zeitliche Struktur von Kapitalerhöhungen	42
5.1	Kapitalerhöhungen in Deutschland	42
5.1.1	Bekanntmachung und Beschluß durch die Hauptversammlung	42
5.1.2	Zeichnung und Eintragung der Durchführung ins Handelsregister	43
5.1.3	Börsenzulassung, Bezugsfrist und Bezugsrechtshandel	45
5.1.4	Börseneinführung und Handel der neu geschaffenen Aktien	51
5.2	Kapitalerhöhungen in den USA	51
5.3	Vergleichende Beurteilung	53
6	Die Kosten einer Kapitalerhöhung	58
6.1	Das Gebot von Marktwertmaximierung und Kapitalkostenminimierung	59
6.2	Die Kosten des emittierenden Unternehmens	61
6.2.1	Kosten der Beratung und der technischen Abwicklung	61
6.2.2	Kosten der Risikoübernahme und der Plazierung	62
6.2.2.1	Direkte Kosten der Plazierung	62
6.2.2.1.1	Das Risiko des Kursverfalls	63
6.2.2.1.2	Das Risiko der unzureichenden Nachfrage	67
6.2.2.2	Indirekte Kosten der Plazierung	69
6.2.2.2.1	Kosten einer Dividendenänderung	69
6.2.2.2.2	Kosten des Underpricing	73
6.2.2.2.3	Kosten der Unternehmenskontrolle	75
6.2.3	Kosten der Vertrauensbildung	81

6.3 Die Kosten der Aktionäre	82
6.3.1 Direkte transaktionsbedingte Kosten	82
6.3.2 Indirekte vermögensbedingte Kosten	83
7 Zusammenfassung	86

Kapitel B Kapitalerhöhungen auf vollkommenen Kapitalmärkten 89

1 Charakteristika eines vollkommenen Kapitalmarkts	89
2 Die Bezugsrechtsemission	91
2.1 Grundsätzliche arbitrage-theoretische Überlegungen	91
2.2 Der Ankündigungseffekt einer bezugsrechtsgebundenen Emission	95
2.3 Die Teilnahmebedingungen von Alt- und Neuaktionären	98
2.4 Irrelevanz des Emissionskurses für die Reichtumsposition der Altaktionäre	100
2.5 Irrelevanz der Verwertungsmöglichkeiten des Bezugsrechts für die Reichtums- position der Altaktionäre	101
2.6 Irrelevanz der Begebungsmethoden	104
3 Die Bezugsrechtsausschlußemission	105
3.1 Der Ankündigungseffekt einer bezugsrechtsfreien Emission	105
3.1.1 Betrachtung des Marktgleichgewichts	105
3.1.2 Abweichung vom Emissionsgleichgewicht	107
3.2 Die Teilnahmebedingungen von Alt- und Neuaktionären	109
3.3 Relevanz des Emissionskurses und Irrelevanz der Begebungsmethode für die Reichtumsposition der Altaktionäre	111
4 Zusammenfassung	112

Kapitel C Kapitalerhöhungen auf unvollkommenen Kapitalmärkten... 115

1 Informationsübermittlung durch Signalisierung.....	117
2 Literaturüberblick	119
2.1 Begründung von Kurseffekten im Ankündigungszeitpunkt	119
2.1.1 Modelle mit statischer Betrachtung	119

2.1.1.1	Das Modell von <i>Myers</i> und <i>Majluf</i> (1984)	119
2.1.1.2	Das Modell von <i>Cooney</i> und <i>Kalay</i> (1993)	124
2.1.2	Modelle mit dynamischer Betrachtung	126
2.1.2.1	Das Modell von <i>Lucas</i> und <i>McDonald</i> (1990)	126
2.1.2.2	Das Modell von <i>Koraczynk</i> , <i>Lucas</i> und <i>McDonald</i> (1992)	128
2.1.2.3	Das Modell von <i>Choe</i> , <i>Masulis</i> und <i>Nanda</i> (1993)	131
2.1.3	Zusammenfassung	134
2.2	Begründung der Finanzintermediation im Emissionsgeschäft	137
2.2.1	Modelle zur Risikoübernahme- und Distributionsfunktion	137
2.2.1.1	Das Modell von <i>Mandelker</i> und <i>Raviv</i> (1977)	137
2.2.1.2	Das Modell von <i>Baron</i> (1979)	139
2.2.1.3	Das Modell von <i>Baron</i> und <i>Holmström</i> (1980)	141
2.2.1.4	Das Modell von <i>Baron</i> (1982)	143
2.2.2	Modelle zur Informationsübermittlungsfunktion	146
2.2.2.1	Das Modell von <i>Booth</i> und <i>Smith</i> (1986a)	146
2.2.2.2	Das Modell von <i>Titman</i> und <i>Trueman</i> (1986)	149
2.2.2.3	Das Modell von <i>Carter</i> und <i>Manaster</i> (1990)	150
2.2.2.4	Das Modell von <i>Neus</i> (1993)	153
2.2.2.5	Das Modell von <i>Chemmanur</i> und <i>Fulghieri</i> (1994)	157
2.2.2.6	Das Modell von <i>Neus</i> (1996)	162
2.2.3	Zusammenfassung	166
2.3	Begründung eines optimalen Emissionsdesigns	170
2.3.1	Verschiedene Ansätze zum Aspekt der Unternehmenskontrolle	170
2.3.2	Modelle zur Emissionskurswahl bei Bezugsrechtsemissionen	174
2.3.2.1	Das Modell von <i>Levy</i> und <i>Sarnat</i> (1971)	174
2.3.2.2	Das Modell von <i>Hansen</i> , <i>Pinkerton</i> und <i>Ma</i> (1988)	176
2.3.3	Modelle zur Signalisierung der Unternehmensqualität	178
2.3.3.1	Das Modell von <i>De</i> und <i>Nabar</i> (1992)	178
2.3.3.2	Das Modell von <i>Heinkel</i> und <i>Schwartz</i> (1986)	183
2.3.3.3	Das Modell von <i>Eckbo</i> und <i>Masulis</i> (1992)	195
2.3.4	Zusammenfassung	204
3	Würdigung des Literaturüberblicks	208

Kapitel D	Ausgestaltung optimaler Emissionsdesigns	215
1	Begründung unterschiedlicher Emissionsformen in Deutschland und den USA.....	215
2	Ausgewählte Handlungsanweisungen für emissionswillige Unternehmen	219
3	Notwendige Revision bestehender rechtlicher und institutioneller Rahmenbedingungen.....	224
4	Informationsübermittlung durch Emissionsdesigns	226
Schlußbetrachtung		229
Literaturverzeichnis.....		231

Abkürzungsverzeichnis:

Abs.	Absatz
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
Bd.	Band
BewG	Bewertungsgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung)
BT	Bundestag
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CFS	Center for Financial Studies
D	Deutschland
d. h.	das heißt
Diss.	Dissertation
DM	Deutsche Mark
EStG	Einkommensteuergesetz
f.	folgende [Seite]
ff.	folgende [Seiten]
GewStG	Gewerbsteuergesetz
GG	Gleichgewicht
ggfs.	gegebenenfalls
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IPO	Initial Public Offering
i. V. m.	in Verbindung mit
Jg.	Jahrgang
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
No.	Number
Nr.	Nummer

VIII

NYSE	New York Stock Exchange
Rn.	Randnummer
S.	Seite
SEC	Securities and Exchange Commission
SEP	separierendes Gleichgewicht
u.	und
u.a.	und andere
UK	United Kingdom
US	United States
USA	United States of America
vgl.	vergleiche
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VerkProspVO	Verkaufsprospektverordnung
Vol.	Volume
Ziff.	Ziffer

Abbildungsverzeichnis

<i>Abbildung 1:</i>	Kombinationen verschiedener Emissions- und Begebungsmethoden	41
<i>Abbildung 2:</i>	Marktwertänderung im Emissionsprozeß	97
<i>Abbildung 3:</i>	Bestimmung des optimalen Bezugskurses im Modell von <i>Levy</i> und <i>Sarnat</i> (1971)	174
<i>Abbildung 4:</i>	Bestimmung des optimalen Bezugskurses im Modell von <i>Hansen</i> , <i>Pinkerton</i> und <i>Ma</i> (1988)	177
<i>Abbildung 5:</i>	Nettomarktwertkurve eines Unternehmens bei Emissionsalternative B im Modell von <i>Heinkel</i> und <i>Schwartz</i> (1986)	187
<i>Abbildung 6:</i>	Nettomarktwertkurven eines Unternehmens bei den Emissionsalter- nativen B und C im Modell von <i>Heinkel</i> und <i>Schwartz</i> (1986)	188
<i>Abbildung 7:</i>	Nettomarktwertkurven eines Unternehmens bei den Emissionsalter- nativen A, B und C im Modell von <i>Heinkel</i> und <i>Schwartz</i> (1986)	191
<i>Abbildung 8:</i>	Optimales Emissionsdesign eines unterbewerteten Unternehmens im Modell von <i>Eckbo</i> und <i>Masulis</i> (1992)	199
<i>Abbildung 9:</i>	Handlungsfeld eines Emittenten	223
<i>Abbildung 10:</i>	Informationsübermittlung durch Emissionsdesign	227