

# Bezugsrechte, Underpricing & IPO

# Inhalt

## 1 Bezugsrechte

1.1 Was sind Bezugsrechte?

1.2 Merkmale von Bezugsrechten

1.3 Wie funktioniert der Handel mit Bezugsrechten?

1.4 Berechnung des Bezugsrechts

1.5 Aktuelles Beispiel

## 2 Das Underpricing-Phänomen

2.1 Definition des Begriffs „Underpricing“

2.2 Entstehung des Underpricing-Phänomens

2.3 Berechnung des Underpricing

## 3 IPO

# 1 Bezugsrechte – der Handel mit den Rechten auf junge Aktien

## 1.1 Was sind Bezugsrechte?

- Bezugsrecht bezeichnet das den Altaktionären zustehende Recht, bei einer Kapitalerhöhung mit neuen Aktien bedacht zu werden
- über Bezugsrechte wird den Altaktionären ein Vorkaufsrecht an jungen Aktien, entsprechend ihrer Beteiligung, eingeräumt

## 1.2 Merkmale von Bezugsrechten

- Bezugsrechte dienen dem Schutz der Vermögensinteressen der Altaktionäre
- das gesetzliche Bezugsrecht soll den Altaktionär vor materiellen und immateriellen Verlusten schützen
- Bezugsrechte besitzen i.d.R. einen monetären Wert
- sie werden an der Börse gehandelt und werden selbständig notiert
- Bezugsrechte sind eigenständige Papiere, die losgelöst von Altaktien handelbar sind
- Bezugsrechte lassen sich kaufen und verkaufen
- ihr Preis entsteht durch Angebot und Nachfrage am Markt
- deshalb kann der tatsächliche Wert der Bezugsrechte mitunter erheblich vom rechnerischen Wert abweichen
- die Bezugsfrist der Bezugsrechte beträgt mindestens 2 Wochen
- eine AG ist bei einer Kapitalerhöhung gesetzlich dazu verpflichtet den Altaktionären Bezugsrechte anzubieten
- die Hauptversammlung der Aktionäre kann allerdings beschließen, auf das gesetzliche Bezugsrecht zu verzichten (3/4-Mehrheitsbeschluss nötig)

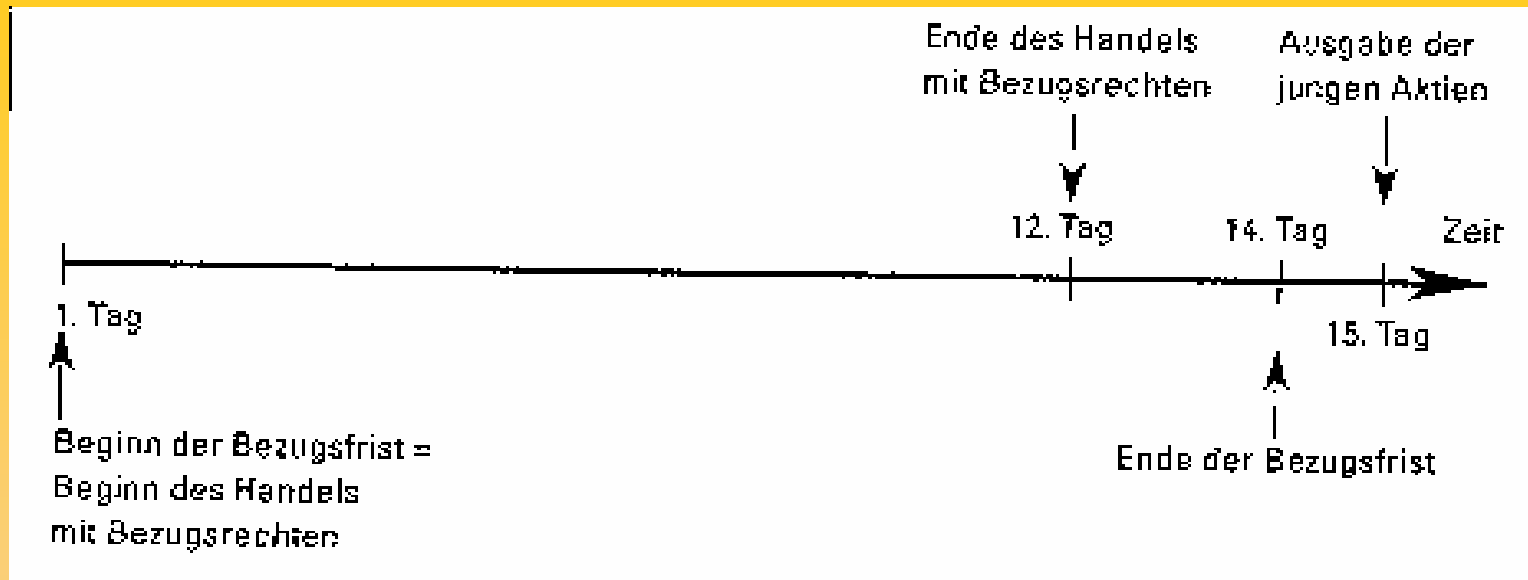
## 1.3 Wie funktioniert der Handel mit Bezugsrechten?

- eine Aktiengesellschaft kann sich neue Finanzierungsmittel über eine Erhöhung des Grundkapitals (Eigenkapital) beschaffen
- dabei gibt die AG neue (=junge) Aktien aus, die den Altaktionären als „junge“ Aktien zum Bezug (Kauf) angeboten werden
- mit dem Erlös erweitert die AG ihre Eigenkapitalbasis (Kapitalerhöhung)
- mit dieser Maßnahme wird den Altaktionären die Möglichkeit eingeräumt, ihren bisherigen Anteil am Unternehmen zu halten, damit sie keine Vermögensnachteile erleiden
- denn im Normalfall bedeutet eine Neuausgabe von Aktien, dass sich die vorhandenen Vermögenswerte auf mehr Papiere verteilen als vorher
- als Folge davon sinken die Kurse und die Aktionäre hätten, ohne dass sich an der wirtschaftlichen Situation im Unternehmen etwas geändert hätte, einen Verlust erlitten
- dieser Effekt wird auch als Kapitalverwässerung bezeichnet
- um diesen Nachteil auszugleichen werden den Altaktionären Bezugsrechte gewährt

- Altaktionäre haben nun die Möglichkeit, einen Teil der jungen Aktien zu einem vorab festgelegten Preis zu kaufen
- der Ausgabepreis liegt i.d.R. (deutlich) unter dem aktuellen Börsenkurs der alten Aktie, um einen Anreiz zu schaffen
- jede Aktie, die ein Anleger besitzt, beinhaltet automatisch ein Bezugsrecht
- je nachdem, wie viel junge Aktien ausgegeben werden, sind entsprechend viele Bezugsrechte (bzw. Altaktien) für den Kauf einer jungen Aktie notwendig
- diese Relation aus bisherigem Grundkapital zu Erhöhungskapital wird als Bezugsverhältnis bezeichnet
- Beispiel dazu:
  - Angenommen eine AG (*Grundkapital 400 000 Euro*) erhöht ihr Grundkapital um *100 000 Euro*. Das Verhältnis ist somit *4:1*.
  - Es sind demnach **4 alte Aktien** erforderlich - also 4 Bezugsrechte - **um eine junge Aktie** kaufen zu dürfen
- der Gesetzgeber verlangt, dass die Altaktionäre eine Frist von mindestens 2 Wochen erhalten, in denen sie ihre Bezugsrechte ausüben können

- sein Bezugsrecht kann ein Altaktionär auf folgende Weise ausüben:
  - er erhält einen Zeichnungsschein (meist von der Hausbank), den er innerhalb der Bezugsfrist ausfüllt
  - neben der Anzahl an Aktien vermerkt er dort auch die Aktiengattung, vorausgesetzt, mehrere Aktiengattungen (Stamm-/Vorzugsaktien) werden ausgegeben
- die Altaktionäre können aber auch auf die Ausübung ihres Bezugsrechts verzichten und diese an der Börse verkaufen
- der Wert der Bezugsrechte entschädigt für den Kursverlust, den die Altaktionäre durch die Ausgabe neuer Aktien erleiden
- in diesem Fall wird damit anderen die Möglichkeit gegeben, junge Aktien zu erwerben
- der Handel mit Bezugsrechten beginnt am ersten Tag der Bezugsfrist und erstreckt sich normalerweise über den gesamten Zeitraum mit Ausnahme der letzten beiden Tage
- die jungen Aktien gelangen dann direkt nach Beendigung der Bezugsfrist auf den Markt

## Zeitstrahl der Bezugsfrist:



Bezugsfrist, Bezugsrechtshandel, Ausgabe junger Aktien

- Aktienkäufer müssen sich jedoch noch einige Tage gedulden, bevor sie die gezeichneten Aktien erhalten
- Grund: - bevor neue Aktien ausgegeben werden dürfen, muss die Kapitalerhöhung in das Handelsregister des zuständigen Amtsgerichts eingetragen worden sein
  - Anleger können die Zeichnungsscheine bis zum letzten Tag der Bezugsfrist bei der AG einreichen => daher erfolgt Ausgabe der jungen Aktien frühestens nach Ablauf der Bezugsfrist



## 1.4 Berechnung des Bezugsrechts

- wenn junge und alte Aktien die gleichen Rechte und Ausstattungsmerkmale beinhalten, dann kann es für ein und dasselbe Wertpapier auch nur einen einheitlichen Preis geben
- daher bildet sich der neue Kurs durch eine Mischung aus Ausgabepreis der jungen Aktie und Börsenkurs der alten Aktie
- Beispiel dazu: Angenommen eine AG erhöht ihr Kapital so, dass für jeweils *4 alte Aktien* (Börsenkurs *50 Euro*) *eine neue Aktie* (Börsenkurs *40 Euro*) herausgebracht wird.

Ein Paket aus 4 alten Aktien und einer jungen Aktie hat damit einen Gesamtpreis von 240 Euro ( $4 \times 50 + 1 \times 40$ ).

Teilt man diese Summe durch 5 (4+1 Aktien), ergibt sich der **neue Aktienkurs** von *48 Euro* ( $240:5=48$ ).

- dies nennt man auch Mischkurs

- nun kann ausgerechnet werden, um welchen Betrag der Börsenkurs der Altaktien sinkt, d.h. welchen Wertverlust Altaktionäre erleiden:

*Rechnerischer Kursrückgang einer Altaktie = Alter Börsenkurs - Mischkurs*

- für das vorherige Beispiel heißt das:  
50 Euro (alte Aktie) – 48 Euro (Mischkurs) = 2 Euro Kurswertrückgang
- hier würde der Altaktionär also 2 Euro pro Altaktie verlieren, wenn er keine Bezugsrechte bekommen würde
- Rechnerisch ermittelt man das Bezugsrecht nach dieser Formel:

*(Kurs der alten Aktie – Emissionskurs der jungen Aktie) / (Bezugsverhältnis + 1)*

- „1“ stellt dabei den Verwässerungsfaktor (VF) dar
- für unser Beispiel heißt das:  
(50 Euro – 40 Euro) / (4/1 + 1)  
10 Euro / 5 = 2 Euro
- das Bezugsrecht für eine Aktie beträgt demnach **2 Euro**

- hier wird der Vorteil des Bezugsrecht für Altaktionäre deutlich, denn der Kursverlust der alten Aktie beträgt 2 Euro und das Bezugsrecht pro Aktie beträgt ebenfalls 2 Euro
- somit kann mit Hilfe des Bezugsrecht der Verlust wieder ausgeglichen werden
- wenn der Altaktionär von seinem Bezugsrecht Gebrauch macht, kann er die jungen Aktien zum ermäßigten Preis von 40 Euro kaufen
- da der neue Kurs eigentlich 48 Euro beträgt, spart er durch die Bezugsrechte 8 Euro (4 Aktien á 2 Euro)
- rein rechnerisch entsteht also kein Nachteil
- dabei ist aber zu berücksichtigen, dass in der Realität der Preis eines Bezugsrechts durch Angebot und Nachfrage gebildet wird und kann daher vom rechnerischen Wert abweichen
- auch die Annahme einer einheitlichen Kursnotierung alter und junger Aktien (Mittelkursbestimmung) tritt in der Realität nur selten ein

## 1.5 Aktuelles Beispiel – KarstadtQuelle AG

- Kapitalerhöhung der KarstadtQuelle AG (November 2004)
- Grundkapitalerhöhung von ca. 300 Mio. Euro auf ca. 540 Mio. Euro (Erhöhung um ca. 240 Mio.)
- den Aktionären werden ca. 93 Mio. neue Aktien im Verhältnis von 8 zu 7 angeboten
- d.h., für je 8 alte Aktien können die Aktionäre 7 neue Aktien beziehen
- der Bezugspreis beträgt 5,75 Euro
- Beginn der Bezugsfrist am 30.11.2004
- Ende der Bezugsfrist 13.12.2004
- der Börsenhandel mit den Bezugsrechten läuft vom 30.11.2004 bis zum 09.12.2004, d.h. die Altaktionäre können in diesem Zeitraum ihre Bezugsrechte kaufen bzw. verkaufen
- Schlusskurs der alten Aktien auf Xetra vom 29.11.04 = 9,70 Euro
- Ausgabepreis der neuen Aktie = 5,75 Euro

- Konkret heißt das für den Wert des Bezugsrechts:  
 $9,70$  (Schlusskurs der alten Aktie am 29.11.) –  $5,75$  (Bezugskurs der jungen Aktie) /  $1,14$  (Bezugsverhältnis) +  $1$  (VF) =  $1,845$  Euro
- somit beträgt der Wert des Bezugsrechts rund 1,85 Euro
- entsprechend ging die KarstadtQuelle-Aktie am 30.11.2004 mit ca. 7,60 Euro in den Handel

Bezugskurs der neuen Aktie + Bezugsrechtswert = Börsenhandelskurs der neuen Aktien

5.75 Euro + 1,845 Euro = 7,595 Euro

### **Aktuelle Kursinformationen** (Quelle: [www.karstadtquelle.com](http://www.karstadtquelle.com))

Informieren Sie sich über die Börsendaten der KarstadtQuelle-Aktie: vom aktuellen Kurs über das Handelsvolumen bis zur Börsenkapitalisierung. Die Kursdaten werden laufend - mit einer Verzögerung von 15 Minuten - aktualisiert.

<b>Kursdaten</b>	
Börse	Xetra
Kurszeit	25.04.2005/13:08:12
Aktueller Kurs	7,56 Euro

## 2 Das Underpricing-Phänomen

### 2.1 Definition des Begriffs „Underpricing“

- in der Literatur existiert keine einheitliche formale Definition
- allgemein formuliert, kann Underpricing als Differenz zwischen Emissionspreis und späterem Sekundärmarktpreis beschrieben werden (ex-post-Definition)
- im deutschsprachigen Raum wird Underpricing auch Emissionsrendite oder Zeichnungsrendite genannt
- im Englischen wird dieser Sachverhalt als „money left on the table“ bezeichnet

## 2.2 Entstehung des Underpricing-Phänomens

- bei der theoretischen und empirischen Erforschung der Finanzmärkte existieren bis heute einige ungeklärte Fragen, für welche die Forschung noch keine wirklich überzeugende Antwort gefunden hat
- so kann selbst in den äußerst liquiden und straff organisierten Märkten in den USA beobachtet werden, dass der Emissionspreis neuemittierter Wertpapiere oftmals erheblich unter den ersten notierten Börsenkursen liegen
- dieses Underpricing-Phänomen wurde erstmals 1969 durch eine empirische Untersuchung bei Aktienemissionen von *Reilly* und *Hatfield* empirisch belegt
- daher stammen Hypothesen zur Erklärung des Underpricing-Phänomens überwiegend aus den USA

- Underpricing-Phänomen tritt auf beim Going Public von Unternehmen (Going Public = Gang an die Börse bzw. Öffentlichkeit)
- wenn sich ein Unternehmen zum Börsengang entschlossen hat, entstehen beim Going Public Kosten
- zu diesen Kosten zählen:
  - direkte Kosten, also Gelder, die im Rahmen des Emissionsprozesses an Banken, Börse und andere Beteiligte zu zahlen sind
  - laufende Kosten, die bspw. Durch Publizitätspflicht oder das Durchführen von Hauptversammlungen etc. anfallen
  - das Underpricing, die die indirekten Kosten darstellen
- diese indirekten Kosten ergeben sich pro Aktie aus der Differenz zwischen dem Eröffnungskurs am ersten Handelstag und dem Emissionspreis der Aktie
- ein Underpricing liegt demnach vor, wenn der Emissionspreis unter dem betrachteten Sekundärmarktpreis liegt
- die umgekehrte Situation, der Ausgabepreis liegt oberhalb der ersten Börsenkursnotierungen, wird demzufolge als Overpricing bezeichnet



- das Underpricing-Phänomen konnte in den Jahren 1999 und 2000 bei ca. 70 % aller Neuemissionen beobachtet werden
- besonders herausragende Beispiele sind die Börsengänge der Biodata Information Technology AG im Jahr 2000 mit einem Underpricing von 433 % und der Endemann Internet AG (heutige Abacho AG) im Jahr 1999 mit einer Kurssteigerung um 361 % vom Zeitpunkt der Zuteilung bis zum ersten Handelstag
- auf den ersten Blick scheint diese Tatsache paradox, denn es hat den Anschein, als ob die Banken und Emittenten ihre Aktien generell zu billig verkaufen
- wenn man sich die Häufigkeit des Underpricings betrachtet, sieht es aus als sei dieses Phänomen kein Zufall und auch nicht auf Rechenfehlern der Emissionsbanken zurückzuführen, sondern das sich dahinter eine gewisse Systematik verbirgt

## 2.3 Berechnung des Underpricing

Die meist verwendete Definition berechnet das Underpricing wie folgt:

$$\text{Underpricing} = 1 - \frac{\text{Börsenschlusskurs} - \text{Emissionspreis}}{\text{Emissionspreis}}$$

Andere Autoren benutzen anstelle des Schlusskurses des ersten Handelstages den Eröffnungskurs:

$$\text{Underpricing} = 1 - \frac{\text{Börseneröffnungskurs} - \text{Emissionspreis}}{\text{Emissionspreis}}$$

# 3 IPO

- IPO ist die Abkürzung für Initial Public Offering (= Neuemission)
- die IPO ist das erste öffentliche Angebot einer Aktie
- üblicherweise spricht man von einer IPO, wenn eine Aktie als Neuemission auf den Markt kommt (Going Public), jedoch auch bei Umplatzierungen an der Börse und bei Kapitalerhöhungen
- die IPO-Norm ist das Qualitätskriterium für Neuemissionen der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK)
- sie soll Anlegern bessere Informationsmöglichkeiten und mehr Transparenz bieten
- die IPO-Norm soll eine ausgewogene Investitionsentscheidung ermöglichen, ist jedoch nicht selbst als Kauf- oder Zeichnungsempfehlung zu verstehen

## Quellen:

Beike/Schlütz: Finanznachrichten  
lesen-verstehen-nutzen  
3. Auflage

Perridon/Steiner: Finanzwirtschaft der Unternehmung  
11. Auflage

[www.finanzen.net](http://www.finanzen.net)

[www.fondscheck.de](http://www.fondscheck.de)

[www.commerzbank.de](http://www.commerzbank.de)

[www.deutscheboerse.com](http://www.deutscheboerse.com)

[www.finanznachrichten.de](http://www.finanznachrichten.de)

[www.karstadtquelle.com](http://www.karstadtquelle.com)