

## Kapitel 4: Die Akteure am Kapitalmarkt

### Aufgabe 4.1

**Skizzieren Sie den idealtypischen Lebenszyklus eines jungen Unternehmens und argumentieren Sie, wie die Finanzierung von den Phasen des Lebenszyklus abhängt.**

Ein junges Unternehmen durchläuft im Idealfall die im Folgenden erläuterten Lebensphasen. Diese Lebensphasen spiegeln aber nicht nur das Alter eines Unternehmens wieder, sondern auch das mit einer bestimmten Phase verbundene Risiko.

- Seed-Phase
  - Ausarbeitung des Unternehmenskonzepts (Business Plan)
- ➔ mit dem Unternehmen ist in der Seed-Phase ein sehr hohes Risiko verbunden, da weder bekannt ist, ob das Geschäftsmodell am Markt etabliert werden kann noch ob das Management entsprechende Fähigkeiten besitzt. Externe Kapitalgeber, die ein solches Risiko durch die Bereitstellung von Kapital tragen wollen, wollen diese Risiken entsprechend entlohnt sehen.
  
- Startup-Phase
  - Start der unternehmerischen Tätigkeit durch Produktion und Verkauf der entsprechenden Produkte oder Dienstleistungen
- ➔ Die Risiken sind im Vergleich zur Seed-Phase weniger stark ausgeprägt, da erste Schlüsselmitarbeiter vorhanden sind und erste Umsatzerlöse erzielt werden. Jedoch ist die gesamte Organisation noch im Aufbau, wodurch noch erhebliche Unsicherheit vorhanden ist. Kapitalgeber haben somit bereits mehr Informationen, jedoch stehen diesen weiterhin hohe Risiken gegenüber.
  
- Expansion (First Stage)
  - Bewusste Ausweitung der Geschäftstätigkeit, um eine profitable Geschäftsgröße zu erreichen und das Geschäftsmodell umzusetzen.
- ➔ Weitere Risiken lösen sich auf, da mittlerweile erste Kunden an das Unternehmen gebunden werden konnten. Nichtsdestotrotz ist fraglich, ob nach der Expansionsphase die geplante Rentabilität des Geschäftsmodells erreicht werden kann. Kapitalgeber werden diese Unsicherheit weiterhin mit einem Risikoaufschlag auf ihre verlangte Rendite berücksichtigen.
  
- Expansion (Second Stage und weitere)
  - Nach der ersten Expansionsphase können sich weitere Phasen anschließen, z.B. durch eine Variation des Geschäftsmodells.
- ➔ Risiken siehe oben.
  
- Later Stage
  - In späteren Entwicklungsphasen kann es zu weiteren Außenfinanzierungstätigkeiten kommen, bspw. durch eine Veränderung der Eigentümerstruktur (MBO, MBI, etc.).

- Die Risiken, die sich aus einem solchen Wechsel der Eigentümer ergeben sind für die Kapitalgeber relativ gut kalkulierbar, da das Unternehmen bereits eine bestimmte Marktposition eingenommen hat und somit die künftigen Cashflows besser prognostizierbar sind, als bspw. in der Startup-Phase.
- Etablierung
    - Bei der Etablierung gelingt es dem Unternehmen sein Geschäftsmodell am Markt durchzusetzen und die mit den entsprechenden Investitionen verbundenen operativen Cashflows abzuschöpfen. Dies führt zu positiven Free Cash Flows, die zur Bedienung der Kapitalgeberansprüche genutzt werden können.
- Die Risiken in der Etablierungsphase sind weniger unternehmensspezifisch, als vielmehr branchenspezifisch, so dass Kapitalgeber entsprechende Risikoprämien verlangen werden, die auch für andere vergleichbare Unternehmen einer Branche verlangt werden.

Man erkennt, dass das mit dem Unternehmen verbundene Risiko im Zeitablauf stetig abnimmt, bis es dem jeweiligen Branchenrisiko entspricht.

Die Finanzierung eines Unternehmens muss diesen sich verändernden Bedingungen angepasst werden, bzw. es stehen nicht in allen Phasen alle Finanzierungsinstrumente zur Verfügung. Betrachtet man nur die Finanzierungsformen Eigenkapital und Fremdkapital, so wird deutlich, dass die hohen Risiken in den frühen Phasen der Unternehmensentwicklung hauptsächlich von Eigenkapital getragen werden müssen, da Fremdkapital zur Finanzierung sehr risikoreicher Investitionen nicht geeignet ist. Dies liegt daran, dass Fremdkapital nur dann vergeben wird, wenn die Rückzahlung auch sehr wahrscheinlich ist. Dies ist aber insbesondere in frühen Phasen der Unternehmensentwicklung nicht der Fall. (Ausnahmen hiervon sind öffentliche Förderprogramme, die meist in Form von vergünstigten Darlehen vergeben werden – aber eben auch Förderungen darstellen).

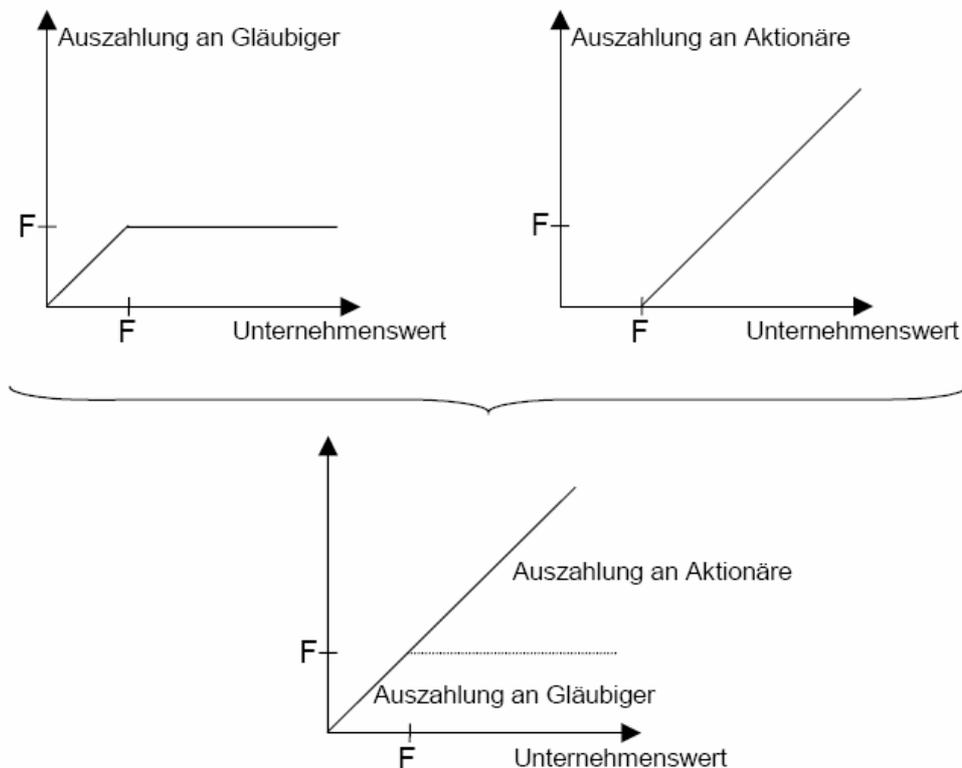
In der Frage „Innenfinanzierung oder Außenfinanzierung“ stehen dem Unternehmen auch nicht immer alle Möglichkeiten offen. So wird dem Unternehmen in den frühen Phasen nur die Finanzierung aus eigenen Mitteln oder die Außenfinanzierung zur Verfügung stehen. Die Innenfinanzierung wird erst ab einem ausreichend hohen operativen Cashflow (Innenfinanzierungsvolumen) ermöglicht, welches erst in späteren Phasen der Fall ist (siehe Abbildung 4-2 im Buch).

#### **Aufgabe 4.2**

**Der Eigenkapitalquote wird in der wirtschaftspolitischen Diskussion ein hoher Stellenwert beigemessen. Was steckt hinter dieser Größe und warum ist sie als kritische Kennzahl für Unternehmen anzusehen? Versuchen Sie Ihre Antwort graphisch zu untermauern, indem Sie die Ansprüche der Eigen- und Fremdkapitalgeber als bedingte Ansprüche auf den Unternehmenserfolg interpretieren.**

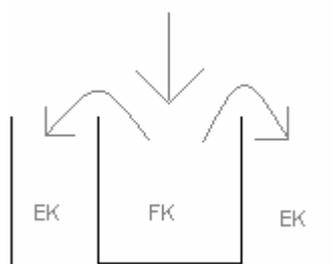
Eigen- und Fremdkapitalgeber haben unterschiedliche Ansprüche auf den unternehmerischen Erfolg. Fremdkapitalgeber haben einen vorrangigen Anspruch auf die Bedienung ihrer Zins- und Tilgungsan-

sprüche, während Eigenkapitalgeber den Residualerfolg beanspruchen können. Stellt man diesen Zusammenhang graphisch dar, so ergibt sich das folgende Bild:



$F$  ist die zugesicherte Auszahlung an die Gläubiger. Wenn der Unternehmenswert  $X$  größer als  $F$  ist, dann werden die Fremdkapitaltitel in voller Höhe bedient (selbstverständlich sollte ein Unternehmen sich im Idealfall nicht auflösen müssen, um die Forderungen begleichen zu können).

Wenn der Unternehmenswert  $X > F$ , dann beläuft sich der Anspruch der Anteilseigner auf  $X - F$ . Gilt hingegen  $X \leq F$ , dann verbleibt für die Anteilseigner nach Bedienung der Fremdkapitalgeber nichts.



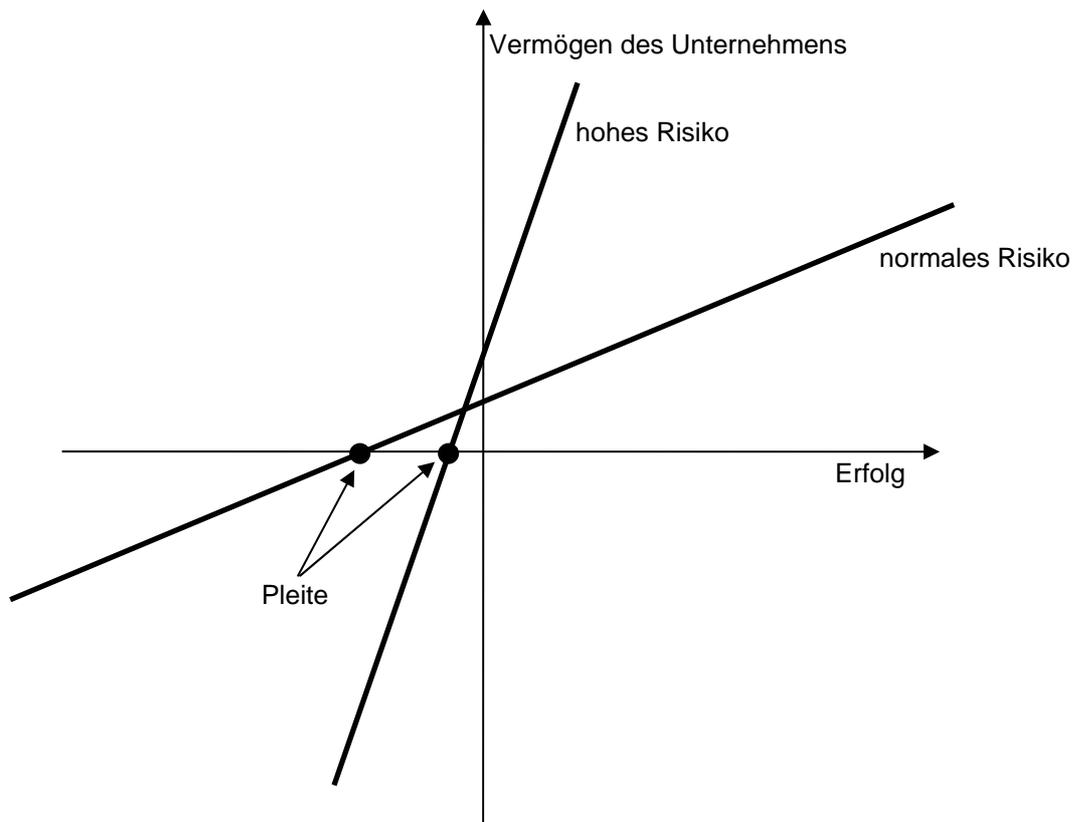
Zunächst fließt Geld in das „Töpfchen“ der FK-Geber. Erst wenn dies voll ist, fließt auch Geld in das „Töpfchen“ der EK-Geber. Es werden also zuerst die FK-Geber bedient, dann die EK-Geber!

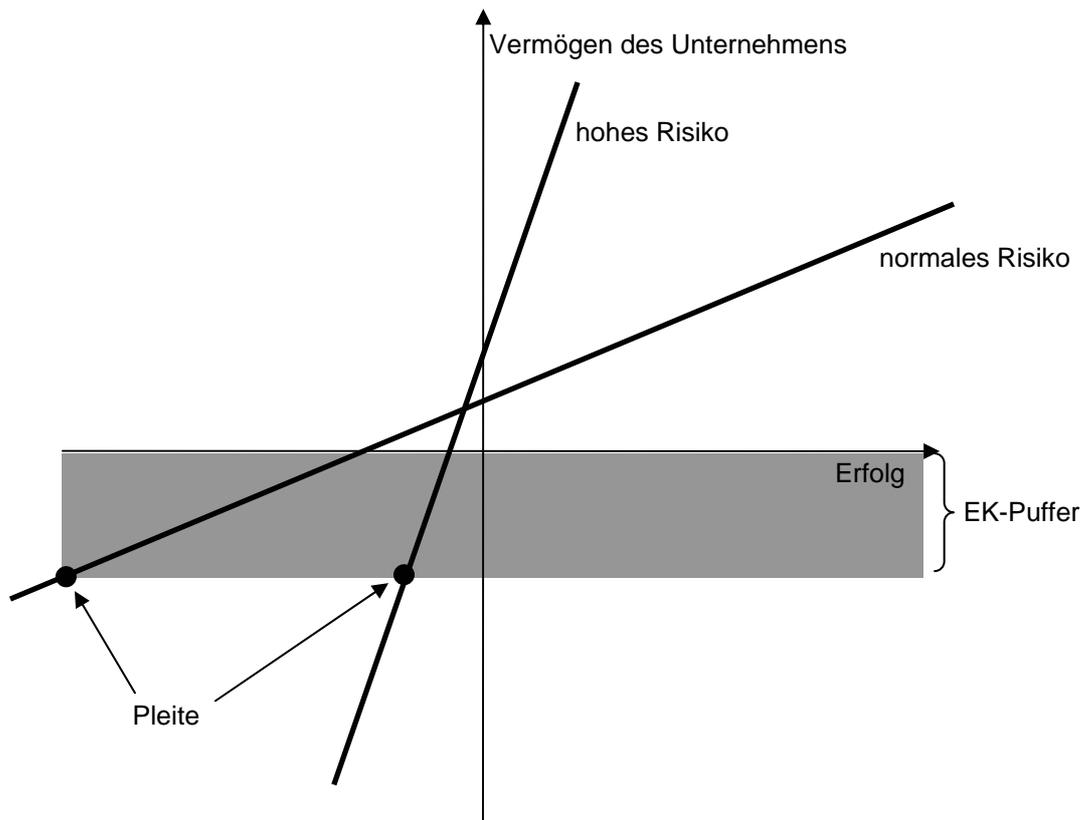
Wie wirkt sich dieser Zusammenhang auf die Wichtigkeit der Eigenkapitalquote aus?

Eigenkapital ist risikokompatibel, d.h. mit Eigenkapital können risikoreiche Geschäftsmodelle prinzipiell besser finanziert werden als mit Fremdkapital (siehe vorige Aufgabe). Die Eigenkapitalquote gibt das Verhältnis zwischen Eigenkapital und Gesamtkapital eines Unternehmens an:

$$\frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Eigenkapital} + \text{Fremdkapital}} = \text{Eigenkapitalquote}.$$

Die Eigenkapitalquote ist deshalb eine wichtige Kennzahl, da sie die Widerstandsfähigkeit von Unternehmen in einer schlechten konjunkturellen Lage angibt. Da Fremdkapital unabhängig von der Erfolgssituation eines Unternehmens bedient werden muss, kann Eigenkapital als „Puffer“ für Zeiten mit schlechterem Erfolg gesehen werden, da Eigenkapital nur dann bedient wird (z.B. durch Dividendenausschüttung), wenn das Unternehmen auch Gewinne erwirtschaftet.





Die obigen Abbildungen sollen dies noch einmal verdeutlichen. Die erste Abbildung veranschaulicht den Fall mit wenig Eigenkapital, die zweite den Fall mit viel Eigenkapital. Es sind jeweils zwei Geraden eingezeichnet, die ein hohes, bzw. ein „normales“ Geschäftsrisiko repräsentieren. Dabei wird deutlich, dass mit höherem Eigenkapital Unternehmen erst bei höherem Misserfolg in existentielle Schwierigkeiten geraten als mit Unternehmen mit weniger Eigenkapital.

### Aufgabe 4.3

**Diskutieren Sie den Unterschied zwischen Buyside- und Sellside-Analysten und nehmen Sie zur folgenden Aussage Stellung:**

**„A funny thing usually happens about a month after a hot new stock offering. Almost like clockwork, a prominent Wall Street brokerage firm will issue a ‘buy’ recommendation. In response, an already highflying stock frequently rises even more during the following days or weeks. Traders have a name for this- It’s the post-offering ‘booster shot’.”**

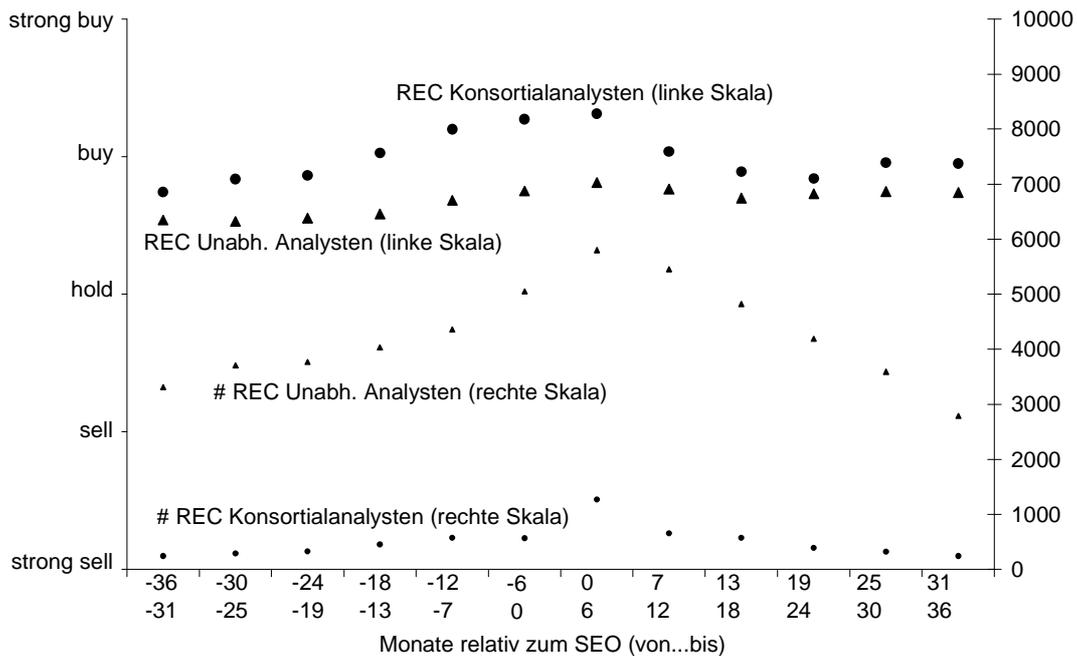
zitiert nach Dunbar, C./Hwang, C./Shastri, K. (1999): Underwriter Analyst Recommendations: Conflict of Interest or Rush to Judgement?, University of Western Ontario Working Paper.

Die Gruppe der Finanzanalysten kann unterteilt werden in Buyside- und Sellside-Analysten. Während Buyside-Analysten intern für ihren jeweiligen (meist institutionellen) Arbeitgeber arbeiten, sind Sellside-Analysten für Großbanken aktiv. Hierin liegt ein potentieller Interessenskonflikt verborgen, da Sellside-Analysten dem Anreiz ausgesetzt sein könnten, solche Prognosen und Handlungsempfehlungen zu geben, die der Bank über Provisionen und Gebühren nutzen. Sog. „chinese walls“ sollen dabei helfen, solche Anreizprobleme zu vermeiden, indem die Researchabteilungen strikt von den anderen

Abteilungen einer Bank getrennt werden – wie das obige Zitat zeigt, scheint dies in der Vergangenheit aber nicht immer funktioniert zu haben.

In dem Beispiel wird auf sog. booster shots abgezielt, d.h. die Analysten der Investmentbank, die ein Unternehmen beim Börsengang begleitet haben, empfehlen dieses nach einer gewissen Zeit zum weiteren Kauf. Dies macht eine Kapitalerhöhung des Unternehmens lohnender und somit einen neuen Geschäftsabschluss für die Investmentbank mit entsprechend hohen Provisionen wahrscheinlicher.

Diese Effekte wurden auch in verschiedenen Beiträgen dargestellt, wie auch die folgende Abbildung dokumentiert, die die Häufigkeit und Aussage von Konsortialanalysten im Zeitraum vor und nach einem IPO darstellt.



Daten entnommen aus: Lin, H./McNichols, M. (1998): Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 25, S. 101-127.