

Rheinische Fachhochschule Köln

University of Applied Sciences

Fachbereich Wirtschaft



Diplomarbeit

Sommersemester 2003

**Wandelanleihen – Finanzierungs- und Investor-
Relations-Instrument in wertorientiert geführten
Unternehmen**

Vorgelegt von Michael Evers

Inhaltsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	IV
Abkürzungsverzeichnis	V
1. Einleitung.....	1
2. Die Wandelanleihe als Finanzierungsinstrument von Unternehmen.....	3
2.1. Definition und Abgrenzung.....	3
2.1.1. Definition	3
2.1.2. Rechtsnatur	5
2.1.3. Abgrenzung der Wandelanleihe gegenüber anderen hybriden Anleiheformen	5
2.2 Geschichtliche Entwicklung der Wandelanleihe	7
2.2.1 Entstehung in den USA.....	7
2.2.2. Geschichtliche Entwicklung in Deutschland.....	8
2.2.3. Globale Marktentwicklung von 1990 – 2002	9
2.3. Emission.....	15
2.3.1. Genehmigung des Kapitals	15
2.3.2. Wesentliche Ausstattungsmerkmale der Wandelanleihe.....	17
2.3.2.1. Nennbetrag und Stückelung	17
2.3.2.2. Verzinsung	18
2.3.2.3. Das Wandlungsrecht	20
2.3.2.4. Rückzahlung und vorzeitige Rückzahlung durch die Anleiheschuldnerin.....	22
2.3.2.5. Verwässerungsschutz.....	23
2.3.3. Entwicklung während der Laufzeit	24
2.3.4. Unterbringung der Anleihe am Markt.....	27
2.3.5. Bilanzielle Behandlung der Wandelanleihe und Kapitalstrukturänderung	28
3. Begriff, Zielsetzungen und Zielgruppen von Investor Relations und seine Instrumenten	30

3.1. Zum Begriff Investor Relations	30
3.1.1 Definition von Investor Relations	30
3.1.2. Begriffliche Abgrenzung und Zielsetzung von Investor Relations.....	30
3.2. Zielsetzungen und Zielgruppen von Investor Relations	33
3.2.1. Ziele von Investor Relations	33
3.2.2. Adressaten von Investor Relations.....	34
3.2.2.1. Finanzanalysten.....	34
3.2.2.2. Institutionelle Investoren.....	36
3.2.2.3. Private Investoren.....	37
3.3. Die klassischen IR-Instrumente	39
3.3.1. Pflichtmaßnahmen.....	39
3.3.2. Freiwillige Maßnahmen	42
3.3.2.1. Allgemeine freiwillige IR-Maßnahmen.....	43
3.3.2.2. Freiwillige IR-Maßnahmen für private Investoren.....	46
3.3.2.3. Freiwillige IR-Maßnahmen für institutionelle Investoren.....	47
3.4. Investor Relations und Shareholder Value	48
3.5. Die Bedeutung von Investor Relations	49
4. Die Wandelanleihe als Finanzierungs- und Investor-Relations-	
Instrument in der Praxis	52
4.1. Prüfkriterien für Praxisbeispiele	52
4.2 Praxisbeispiel 1: Infineon Technologies AG	53
4.2.1 Unternehmensdarstellung Infineon Technologies AG.....	53
4.2.2. Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt im Jahre 2002	53
4.3 Praxisbeispiel 2: EM.TV & Merchandising AG	55
4.3.1. Unternehmensportrait EM.TV & Merchandising AG	55
4.3.2. Kapitalmarktgegebenheiten zum Emissionszeitpunkt.....	57

4.4 Die Wandelanleihe als Investor-Relations-Instrument	59
4.4.1 Ausstattung der Wandelanleihe	59
4.4.1.1. Das Bezugsrecht	59
4.4.1.2. Stückelung	60
4.4.1.3. Emissionszeitpunkt, Wandlungspreis und Laufzeit.....	61
4.4.1.4. Das Wandlungsrecht	63
4.4.1.5 Überprüfung der Eignung einer Wandelanleihe als Investor- Relations-Instrument anhand ihrer Ausstattungsmerkmale	64
4.4.2 Die Einbindung der Wandelanleihe in das Investor-Relations-Konzept	64
4.4.2.1. Der Zeitraum bis zur Emission	65
4.4.2.2. Während der Laufzeit der Wandelschuldverschreibung	67
4.4.2.3. Die Zeit nach der Wandlung oder Rückzahlung	68
5. Schlußbetrachtung	70
Literaturverzeichnis	VII
Internetverzeichnis	9

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abb. 1: Jährliches globales Emissionsvolumen 1990 – 11 / 2002 in Mrd. US-Dollar	10
Abb.2: Anteile von Wirtschaftsräumen am globalen Markt für Wandelanleihen 2002	11
Abb. 3: Branchenverteilung der Wandelanleiheemittenten in Europa.....	12
Abb. 4: Branchenverteilung der Wandelanleiheemittenten in den USA.....	11
Abb. 5: Rating-Verteilung der Convertible Bonds in Europa von S & P	13
Abb. 6: Rating-Verteilung der Convertible Bonds in den USA von S & P	14
Abb. 7 : Performance 01/96 – 09/02 in Prozent	15
Abb. 8: Kursentwicklung von Wandelanleihen.....	24
Tab.1: Übersicht Kursbereiche	24

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
bzw.	beispielsweise
ca.	circa
d.h.	das heißt
etc.	et cetera
e.V.	eingetragener Verein
ff.	fortfolgende
ggf.	gegebenenfalls
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HV	Hauptversammlung
i.d.R.	in der Regel
IPO	Initial Public Offering -> Börseneinführung
IR	Investor Relations
KöKo	Kölner Kommentare
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
Nr.	Nummer
NW	Nennwert
PR	Public Relations
Rn	Randnote
S.	Seite
u.	und
u.a.	unter anderem
u.ä.	und ähnliche
USD	US-Dollar
u.U.	unter Umständen
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz

vgl.	vergleiche
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z.B.	zum Beispiel
Zzgl.	zuzüglich

1. Einleitung

Die Kapitalbeschaffung für börsennotierte Unternehmen ist in den letzten Jahren immer schwieriger geworden, da der Wettbewerb um das knappe Kapital der Investoren zugenommen hat. In Zeiten der steigenden Aktienbörsen und florierenden Wirtschaft erschlossen viele junge Wachstumsunternehmen diesen Markt zur Kapitalbeschaffung durch einen Börsengang. Sie standen damit im Wettbewerb zu etablierten Unternehmen, die ihr Wachstum ebenfalls durch die Ausgabe neuer Aktien finanzierten.

Die Beziehung von Unternehmen zu den Investoren hat durch die in diesem Zeitraum stark angestiegene Zahl von Aktienemissionen an Bedeutung gewonnen. Mit Investor Relations nutzten die Unternehmen die Möglichkeit, Anleger durch aktive, informative Kommunikation auf ihr Unternehmen als Investitionsgelegenheit aufmerksam zu machen. Die gestiegene Bedeutung von Investor Relations in dieser Zeit sollte sich trotz Umkehrung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht ändern.

Im Jahr 2000 erfolgte der wirtschaftliche Abschwung, von dem die internationalen Aktienbörsen nicht verschont blieben. Die stetig fallenden Aktienkurse sowie der Vertrauensverlust durch Bilanzmanipulationen einiger Unternehmen führten zu einer Zurückhaltung der Investoren. Der Finanzbedarf der Unternehmen blieb aber bestehen, da die Folgen der starken Expansion in den Boomjahren noch nicht bewältigt waren und der konjunkturelle Absatzrückgang Liquiditätsreserven der Unternehmen reduzierte. Das Problem der Kapitalbeschaffung galt es nun, durch die Intensivierung der Beziehung zu den Investoren und der Suche nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten zu lösen. Dabei mußte darauf geachtet werden, daß zum einem die durch die schlechte wirtschaftliche Lage eingetrübten Unternehmensergebnisse nicht weiter belastet werden und zum anderen den Anlegern ein Anreiz geboten wird, ihr Kapital zu investieren. Die Wandelanleihe als Finanzierungsinstrument bietet diese Möglichkeiten und verzeichnet nicht zuletzt deswegen in den Jahren der schlechten Wirtschaftslage die höchsten, je erreichten Emissionsvolumina.

Die vorliegende Diplomarbeit befaßt sich mit der Verknüpfung der Themenbereiche der Finanzierungsfunktion von Wandelanleihen und dem Arbeitsfeld von Investor Relations. Das Ziel dieser Arbeit ist es, dem Leser aufzuzeigen, daß die Wandelanleihe, die in der Literatur und Praxis bisher nur als Finanzierungsinstrument bekannt ist, auch für das Arbeitsfeld Investor Relations genutzt werden kann.

Dazu wird zunächst in Kapitel 2 die Wandelanleihe als Finanzierungsinstrument vorgestellt. Im Mittelpunkt der Betrachtung stehen neben der historischen Entwicklung und der Marktbedeutung der Wandelanleihe, ihre rechtlichen Rahmenbedingungen und ihre Ausstattungsmerkmale. Das anschließende Kapitel 3 befaßt sich mit der Darstellung des Tätigkeitsfeldes von Investor Relations. Dort werden die Zielsetzungen dieses Arbeitsfeldes erläutert, sowie die Zielgruppen und Instrumente von Investor Relations vorgestellt. Kapitel 4 stellt die Verknüpfung der Kapitel 2 und 3 dar. Hier werden anhand von zwei Praxisbeispielen die Gründe für die Wahl der Wandelanleihe als Finanzierungsinstrument erläutert. Im Anschluß daran soll gezeigt werden, welche Möglichkeiten die Wandelanleihe im Hinblick auf ihre Ausgestaltung und Wesensmerkmale als Investor-Relations-Instrument bietet und welche Handlungsempfehlungen sich daraus ableiten lassen. Eine Zusammenfassung der gewonnenen Erkenntnisse bilden den Abschluß dieser Arbeit.

2. Die Wandelanleihe als Finanzierungsinstrument von Unternehmen

2.1. Definition und Abgrenzung

2.1.1. Definition

Die Wandelanleihe ist eine Sonderform der Industrieobligation, die neben einem Anspruch auf Rückzahlung des Nennwertes und laufender Zinszahlung zusätzlich ein Wahlrecht einräumt, die Schuldverschreibung in Aktien umzutauschen.¹ Die Bezeichnungen „Wandelschuldverschreibung“ und „Convertible Bond“ werden synonym für den Begriff Wandelanleihe verwendet.

Die klassische Form der Wandelschuldverschreibung besteht aus einem Anleiheteil und einem Optionsrecht. Das Optionsrecht ist fest mit der Anleihe verbunden und beinhaltet den Bezug von Aktien des Emittenten der Wandelanleihe.² Die Option gestaltet sich als sogenannte Call-Option. Diese berechtigt den Erwerber vom Stillhalter, in diesem Fall der Anleiheemittentin, einen bestimmten Basiswert³ zu einem festgelegten Preis zu erwerben. Der Anleihegläubiger bezahlt dieses Recht mit einem Zinsabschlag gegenüber vergleichbaren Anleihen ohne Optionsrechte.⁴ Bei Ausübung der Option muß der Besitzer kein zusätzliches Kapital aufwenden. Die erhaltenen Aktien werden mit dem Nennwert der Anleihenstücke bezahlt. Es findet folglich eine Wandlung von Fremdkapital in Eigenkapital in der Unternehmensbilanz statt.

Der Umtausch kann zu einem festgelegten Zeitpunkt oder innerhalb eines bestimmten Zeitraumes erfolgen. Der Anleihegläubiger wird mit Wandlung vom Fremdkapitalgeber zum Anteilseigner des Unternehmens, d.h. zum Aktionär. Der Besitzer einer Wandelanleihe wird von seinem Recht zur Wandlung Gebrauch machen, wenn der Bezugspreis der Aktie unter dem aktuellen Börsenpreis liegt. Befindet sich der aktuelle Aktienkurs unter dem Wandlungspreis, so wird der Besitzer der Wandelanleihe seine Option nicht ausüben, da dies einen Verlust für ihn bedeutet.

¹ Vgl. Teismann / Birker: Handbuch der praktischen Betriebswirtschaft, S. 427

² Vgl. Lutter: KöKö, § 221 AktG Rn 92, S. 548

³ Basiswert (auch Underlying genannt): ist der einer Option zugrunde liegende Wert; Basiswerte von Option können Aktien, Indizes, Rohstoffe, etc. sein.

Neben dieser klassischen Form existieren auch leicht modifizierte Wandelbedingungen in der Praxis. Eine mögliche Modifikation kann in Form einer Pflichtwandlung erfolgen. Das bedeutet, daß die Anleihe am Ende der Laufzeit garantiert in Aktien zurückbezahlt wird. Der Anleihegläubiger hat keine Möglichkeit, am Ende der Laufzeit Ansprüche auf eine monetäre Tilgung der Anleihe geltend zu machen. Es findet in diesem Fall eine von vornherein feststehende Transformation des Fremdkapitals in Eigenkapital statt.⁵

Eine andere Abwandlung stellt die Anleihe mit Rückzahlungswahlrecht dar. Bei dieser Art der Wandelanleihe liegt das Wandlungsrecht beim Emittenten. Das ausgebende Unternehmen behält sich vor, die Rückzahlung in Geld oder in Aktien vorzunehmen. Die Anleiheemittentin kauft mit einem Zinsaufschlag gegenüber herkömmlichen Anleihen eine Put-Option.⁶ Der Inhaber einer Put-Option besitzt das Recht, dem Stillhalter, in diesem Fall der Anleihegläubiger, einen bestimmten Basiswert zu einem vereinbarten Preis anzudienen. Die Anleiheemittentin bezahlt diese Put-Option mit einem Zinsaufschlag gegenüber vergleichbaren „reinen“ Anleihen.⁷ Eine Wandlung der Anleihe in Aktien wird bei dieser Form nur stattfinden, wenn der Börsenpreis der Aktie unter oder nahe dem Wandlungspreis liegt. Bei einem Aktienkurs, der höher ist als der vereinbarte Wandlungspreis, gestaltet sich für das Unternehmen eine Kapitalerhöhung über die Wandelanleihe ungünstig.⁸ Eine Kapitalerhöhung durch die direkte Ausgabe neuer Aktien würde für die Aktiengesellschaft (AG) einen höheren Erlös bedeuten. Aufgrund dieses Sachverhaltes wird die AG die Kapitalerhöhung durch Ausgabe junger Aktien wählen, auch wenn dafür ein neuer Beschluß der Hauptversammlung (HV) notwendig wird.

⁴ Vgl. Betsch / Groh / Lohmann: Corporate Finance, S. 305

⁵ Vgl. Lutter / Hirte (Hrsg.): Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa, S. 65

⁶ Vgl. Lutter / Hirte (Hrsg.): Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa, S. 65

⁷ „reine“ Anleihen bezeichnet Anleihen ohne Zusatzrechte, wie Wandel- oder Optionsrechte

⁸ Vgl. Lutter / Hirte (Hrsg.): Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa, S. 65

2.1.2. Rechtsnatur

Die Wandelanleihe ist ein hybrides Finanzierungsinstrument, d.h. wenn von dem Wandlungsrecht Gebrauch gemacht wird, ändert sie ihre Rechtsnatur. In diesem Fall wird die Gläubigerposition in ein Mitgliedschaftsrecht eingetauscht.⁹

Zum Zeitpunkt der Emission ist die Wandelanleihe als Schuldverschreibung nach §§ 793 ff. BGB anzusehen. Die Schuldverschreibung ist ein in einer Urkunde verbrieftes Zahlungsverprechen, das auf eine bestimmte, i.d.R. festverzinsliche, Geldsumme lautet.¹⁰ Die Wandelanleihe wird als echte Schuldverschreibung begeben, die meist eine Inhaberschuldverschreibung darstellt.¹¹ Mit Wandlung geht der Anspruch aus der Anleihe unter. Der Anleihegläubiger wird nun zum Anteilseigner, dessen Rechte im AktG geregelt werden. Sie sind insbesondere in den Rechten der Aktionärsvertretung – der HV – in §§ 118-147 geregelt.

2.1.3. Abgrenzung der Wandelanleihe gegenüber anderen hybriden Anleiheformen

In dem Marktsegment der hybriden Finanzinstrumente existieren weitere Formen, die sich in bestimmten Punkten von der Wandelanleihe unterscheiden. Die bekanntesten Arten werden nachfolgend von der klassischen Wandelanleihe abgrenzt. Darüber hinaus ist festzuhalten, daß am Kapitalmarkt weitere verwandte Finanzinnovationen existieren, die ebenfalls nachfolgend erläutert werden.

Die Optionsanleihe ist der Wandelschuldverschreibung in ihrer Erscheinung grundsätzlich sehr ähnlich. Der Unterschied besteht im Optionsrecht, das von der Anleihe getrennt und separat veräußert und gehandelt werden kann.¹² Das Optionsrecht beinhaltet, wie bei der Wandelanleihe, das Recht zum Bezug einer bestimmten Anzahl von Aktien pro Optionsschein zu einem festgelegten Preis

⁹ Vgl. Lutter: KöKö, § 221 AktG Rn 92, S. 548

¹⁰ Vgl. Lutter: KöKö, § 221 AktG Rn 92, S. 548

¹¹ Vgl. Lutter: KöKö, § 221 AktG Rn 92, S. 548

in einem vorgegebenen Zeitraum. Für eine Ausübung des Bezugsrechtes ist im Gegensatz zur Wandelanleihe ein zusätzlicher Kapitalaufwand nötig. Es wird zusätzliches Eigenkapital geschaffen, während das Fremdkapital bis zum Ende der Laufzeit bestehen bleibt und getilgt wird.¹³ Nach Trennung des Optionsrechtes von der Optionsanleihe hat diese nur noch Anleihecharakter, d.h. ein Erwerb von Aktien über die Anleihe ist für den Inhaber nicht mehr möglich.

Eine weitere Form ist die Umtauschanleihe. Sie hat sich in den letzten Jahren als Variante der klassischen Wandelschuldverschreibung am Kapitalmarkt etabliert. Bei dieser Abwandlung der Wandelschuldverschreibung sehen die Emissionsbedingungen keine Wandlung in eigene Aktien vor. Der Umtausch der Anleihe

erfolgt in Aktien eines Unternehmens, das nicht mit der Anleiheemittentin identisch ist. Ein solches Vorgehen kann dazu dienen, Kapitalbeteiligungen der Anleiheemittentin mittel- bis langfristig abzustößen oder Anteile an Konzernunternehmen zu reduzieren. Die Anleiheemittentin hat bei dieser Form die Möglichkeit, sofort Kapital am Markt zu erhalten, aber die Aktien zu einem späteren Zeitpunkt und unter günstigeren Marktbedingungen, d.h. höheren Aktienkursen, abzugeben. Ein sofortiger Verkauf der Anteile kann unter ungünstigen Kapitalmarktbedingungen nicht den gewünschten Verkaufserlös bringen.

In § 221 AktG ist neben der Wandelschuldverschreibung auch die Gewinnschuldverschreibung genannt. Die Gewinnschuldverschreibung besitzt im Gegensatz zur Wandelanleihe kein Bezugs- bzw. Wandlungsrecht. Bei dieser Anleiheform wird dem Inhaber lediglich ein begrenzter Anteil an dem Gewinn des Unternehmens in Relation zur Dividende zugesichert. Ein fester Mindestzins kann in den Anleihebedingungen allerdings vorgesehen sein.¹⁴

¹² Vgl. Klotten / v. Stein (Hrsg.): Geld-, Bank und Börsenwesen, S. 1112

¹³ Vgl. Olfert: Finanzierung, S. 327

¹⁴ Vgl. Teismann / Birker: Handbuch der praktischen Betriebswirtschaft, S. 427

2.2 Geschichtliche Entwicklung der Wandelanleihe

2.2.1 Entstehung in den USA

Die ersten Wandelanleihen sind 1843 von der amerikanischen Eisenbahngesellschaft *New York and Erie Railroad Company* emittiert worden. Weitere Emissionen anderer Gesellschaften folgten erst wieder in den fünfziger Jahren des 19. Jahrhunderts.¹⁵ Zu dieser Zeit war das Kapital knapp und der Kapitalhunger aufgrund des starken Expansionsdranges der Gesellschaften sehr groß. Die Finanzierung der Investitionen erfolgte größtenteils aus eigenen Mitteln, was dazu führte, daß wenig Gewinn zur Dividendenausschüttung übrigblieb. Eine Kapitalzuführung durch die Ausgabe neuer Aktien war durch die fehlende Attraktivität dieser Anlageform nur schwer möglich. Die Eisenbahngesellschaften gaben daher Anleihen aus, die einen Umtausch in eigene Aktien erlaubten.¹⁶

Die Überlegungen bei der Wahl diese Finanzierungsinstrumentes waren folgende:

1. Zahlung von angemessenen Dividenden zu einem späteren Zeitpunkt, wenn durch die Aufnahme des Schienenverkehrs höhere freie Mittel zur Verfügung stehen
2. Befreiung von Rückzahlungsverpflichtungen, wenn vom Umtauschrecht Gebrauch gemacht wird, d.h. dauernde Bindung des Kapitals durch Transformation des Fremdkapitals in Eigenkapital

Für den Kapitalgeber bestand das Interesse an dieser Anlageform darin, daß er neben einer angemessenen Zinsgarantie einen Spekulationsgewinn durch den Umtausch generieren konnte. Die Wandelschuldverschreibungen konnten, im Gegensatz zu Aktienemissionen, sehr schnell bei den Investoren untergebracht werden. Nachdem die Wandelanleihen auch von den Spekulanten entdeckt worden sind, nahmen die Emissionen bis 1875, wo sie ihren ersten Höhepunkt erreichten, weiter zu.¹⁷ Bis zur Jahrhundertwende war die Zahl der Emissionen

¹⁵ Vgl. Rusch: Die Wandelschuldverschreibung, S. 17

¹⁶ Vgl. Rusch: Die Wandelschuldverschreibung, S. 17

¹⁷ Vgl. Rusch: Die Wandelschuldverschreibung, S. 17

rückläufig, obwohl sich neben den Eisenbahngesellschaften im Laufe der Zeit auch Industrieunternehmen sich dieser Finanzierungsform bedienten. Ab 1901 nahm die Emissionstätigkeit wieder stetig zu. Die Wandelschuldverschreibung etablierte sich nun auch als Finanzierungsinstrument von Unternehmen anderer Branchen am anglo-amerikanischen Kapitalmarkt.¹⁸

2.2.2. Geschichtliche Entwicklung in Deutschland

In Deutschland ist die erste Wandelanleihe vom Dortmunder Verein im Jahre 1857 ausgegeben worden. Diese Emission blieb allerdings bis zum Jahr 1924 eine Einzelausgabe. Erst nach der Währungsreform von 1923 ist die Wandelanleihe als Finanzierungsmittel wiederentdeckt worden.¹⁹

Viele Unternehmen in Deutschland hatten durch die Geldentwertung fast ihr gesamtes Betriebskapital verloren. Sie benötigten dringend Kapital, damit sie Investitionen zur Erhaltung und Erneuerung des Anlagevermögens tätigen konnten. Die Kapitalbeschaffung jedoch gestaltete sich für die Unternehmen problematisch. Durch die hohe Inflation war die Sparneigung der Deutschen fast gänzlich zurückgegangen, was eine Kapitalaufnahme im lang- und mittelfristigen Bereich sehr schwierig machte. Dieses geringe Kapitalangebot führte dazu, daß die Zinssätze im Jahr 1924 auf durchschnittlich 25,13% gestiegen waren.²⁰ Da eine Änderung der deutschen Marktverhältnisse nicht absehbar war, mußten die Unternehmen versuchen, an ausländisches Kapital zu gelangen. Ausländische Finanzexperten rieten dazu, Effektenarten zu emittieren, die auch im Ausland bekannt und beliebt waren. Der „*Convertible Bond*“ ist auf diese Weise wiederentdeckt worden, denn er hatte folgende wichtige Vorteile:

1. „*Convertible Bonds*“ waren in den USA bekannt und geläufig und boten daher die Chance, auch in diesem Land Investoren zu finden.

¹⁸ Vgl. Rusch: Die Wandelschuldverschreibung, S. 18

¹⁹ Vgl. Rusch: Die Wandelschuldverschreibung, S. 24

²⁰ Vgl. Rusch: Die Wandelschuldverschreibung, S. 24

2. Das zusätzliche Wandelrecht stellte einen Anreiz für Investoren dar und bot dem Emittenten die Möglichkeit, Kapital unterhalb des vergleichbaren Anleihezinses aufzunehmen.
3. Die Ausstattung mit einer sachwertähnlichen Sicherung sollte den inflationsgeschädigten Anlegern das Mißtrauen und die Angst vor einer erneuten Geldentwertung nehmen.²¹

Die Wandelanleihen stießen bei den Investoren auf reges Interesse. Im Jahre 1928 machte der Anteil von „*Convertible Bonds*“ am Gesamtmarkt der inländischen Anleihen privater Unternehmen sogar 85,03% aus.²² In der Folgezeit ging das Volumen sowie die Bedeutung jedoch wieder zurück.

Rechtlich eindeutig geregelt war die Wandelanleihe zu dieser Zeit jedoch nicht. Das deutsche Recht sah Kapitalerhöhungen dieser Art nicht vor. Erst 1937 fand die bedingte Kapitalerhöhung und die Wandelobligation eine rechtliche Grundlage durch die Aufnahme in das Aktiengesetz.²³ Trotz der gesetzlichen Verankerung spielte die Wandelanleihe bis 1951 auf dem deutschen Kapitalmarkt keine Rolle mehr. Erst in der Nachkriegszeit ist sie wieder entdeckt worden, weil das Kapital knapp und der Investitionsbedarf groß war.²⁴ In den fünfziger und sechziger Jahren, die durch den wirtschaftlichen Aufschwung in Deutschland gekennzeichnet waren, erlebte die Wandelschuldverschreibung eine erneute Belebung. Seit den siebziger Jahren ist die Wandelanleihe jedoch zunehmend von den Optionsanleihen verdrängt worden.²⁵

2.2.3. Globale Marktentwicklung von 1990 – 2002

Das globale Emissionsvolumen von Wandelanleihen hat im Zeitraum von 1990 – 2001 stetig zugenommen. Die Volumina sind bis zum Jahr 2000 dem Trend der Aktienkurse an den Weltbörsen gefolgt. Im Abschwung der Aktienmärkte ab dem Jahr 2000 haben Wandelanleihen jedoch die höchsten, je getätigten

²¹ Vgl. Rusch: Die Wandelschuldverschreibung, S. 25

²² Vgl. Rusch: Die Wandelschuldverschreibung, S. 25

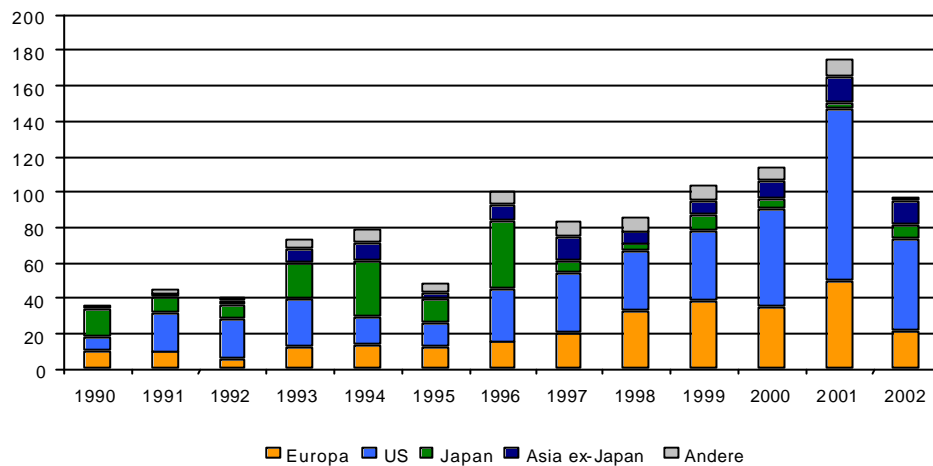
²³ Vgl. Rusch: Die Wandelschuldverschreibung, S. 30

²⁴ Vgl. Wöhe / Bilstein: Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, S. 192

²⁵ Vgl. Lutter, Marcus: KöKö, § 221 AktG Rn 11, S. 526

Emissionsvolumina zu verzeichnen. Im Jahr 2001 war sogar eine Ausgabetätigkeit zu beobachten, die weit über allen bisherigen lag. Dies ist besonders bemerkenswert in Anbetracht der Tatsache, daß die weltweiten IPO's (Initial Public Offering) und Kapitalerhöhungen stark zurückgegangen sind. Ein größerer Einbruch ist erst im Jahre 2002 zu verzeichnen. Das Emissionsvolumen Ende 2002 beläuft sich dennoch auf 101 Mrd. USD und ist damit das vierthöchste, je erreichte Emissionsvolumen (siehe Abb. 1).

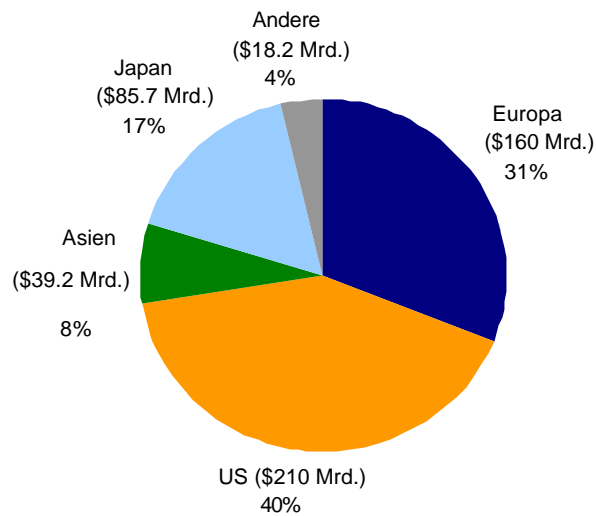
Abb. 1: Jährliches globales Emissionsvolumen 1990 – 11 / 2002 in Mrd. US Dollar



(Quelle: EMCORE Asset Management AG)

Die globale Marktkapitalisierung betrug Ende November 2002 531 Mrd. USD (siehe Abb. 2). Diese Zahl zeigt, daß das Marktsegment der „Convertible Bonds“ eine nicht zu vernachlässigende Bedeutung hat. Als die größten Märkte sind hier die USA und Europa zu nennen. Auf sie entfallen über 70% der weltweit emittierten Wandelanleihen.

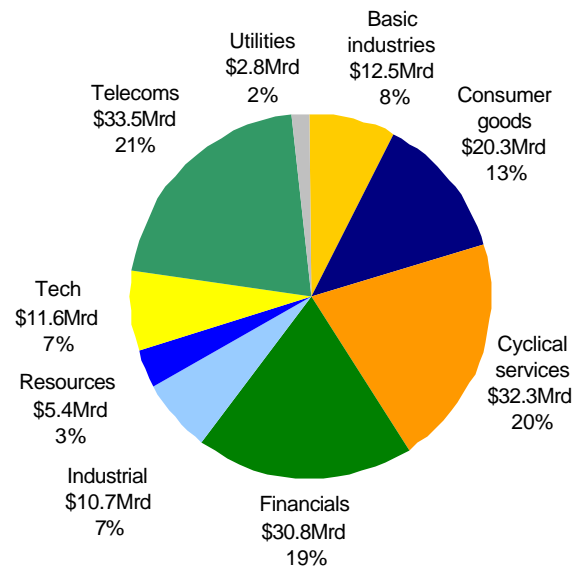
Abb.2: Anteile von Wirtschaftsräumen am globalen Markt für Wandelanleihen 2002



(Quelle: EMCORE Asset Management AG)

Bei der näheren Betrachtung der Emittenten ist festzustellen, daß die Emissionen von Wandelschuldverschreibungen nicht branchenspezifisch sind. Unternehmen aus allen Bereichen der Wirtschaft bedienen sich dieser Finanzierungsform. Dennoch ergeben sich starke Unterschiede der Anteile am Markt. Versorger haben z.B. in Europa nur einen Anteil von 2%. Dies sind ca. 10% des Volumens der Telekommunikationsunternehmen. Die größten Emittentengruppen in Europa sind Telekommunikations- und Finanzunternehmen sowie zyklische Dienstleister, wie z.B. Beratungsunternehmen (Abb. 3).

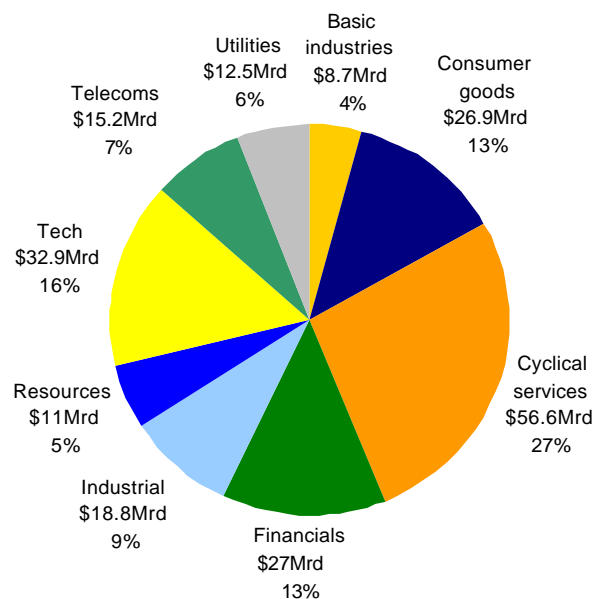
Abb. 3: Branchenverteilung der Wandelanleiheemittenten in Europa



(Quelle: EMCORE Asset Management)

In den USA ergibt sich eine ähnliche Zusammensetzung der Emittentengruppen wie in Europa (Abb. 4). Die größten Emittenten von Wandelanleihen sind ebenfalls Finanzunternehmen und zyklische Dienstleister. Als drittgrößte Gruppe sind Technologieunternehmen zu nennen, die hier wesentlich stärker vertreten sind als Telekommunikationsunternehmen.

Abb. 4: Branchenverteilung der Wandelanleiheemittenten in den USA

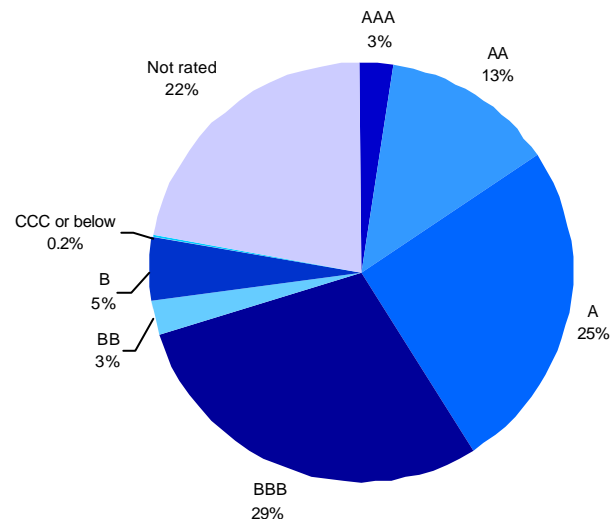


(Quelle: EMCORE Asset Management)

Für Investoren ist nicht nur die Branchenvielfalt der Emittenten interessant, sondern auch die Qualität der Wandelanleihen. Die Abbildungen 5 und 6 zeigen die Anteile der verschiedenen Ratingklassen am Gesamtmarkt. Die Wandelanleihen sind nach dem Bond-Rating der Rating-Agentur Standard & Poor`s (S&P) bewertet.

Die Klassifizierung AAA ist die höchste zu vergebene Einstufung. Die Qualität der bewerteten Anleihen zeichnet sich durch den Rang des Buchstabens im Alphabet und der Anzahl der Buchstaben aus. Der Rang des Buchstabens im Alphabet gibt die Klasse der Qualität vor, d.h. Bonds aus der Klasse A haben ein geringeres Risiko als Bonds der Klasse B. Die Anzahl der Buchstaben vollzieht die Abstufung innerhalb einer Klasse, d.h. ein AAA-Bond besitzt ein geringeres Risiko als eine AA-Anleihe.²⁶ Zusätzlich wird mit +/- eine Feinabstimmung in den jeweiligen Buchstabenklassen vorgenommen, z.B. AA+, AA, AA-.

Abb. 5: Rating-Verteilung der Convertible Bonds in Europa von S & P



(Quelle: EMCORE Asset Management)

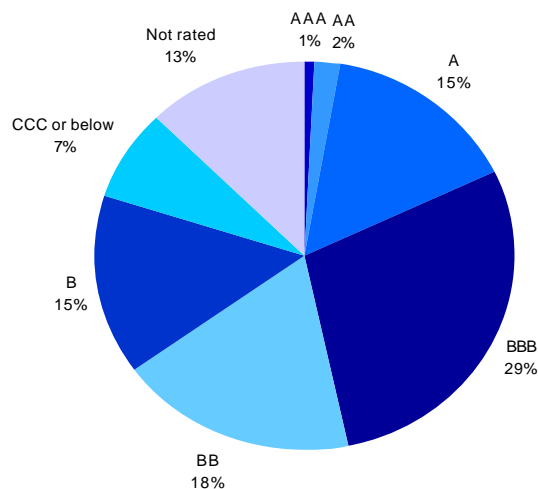
Die Abbildung 5 zeigt, daß die durchschnittliche Qualität der europäischen Wandelanleihen sehr gut ist, da 70% der Convertible Bonds als Investment-Grade eingestuft sind. Nach allgemeinen Schätzungen von Marktbeobachtern

²⁶ Vgl. Noddings / Christoph / Noddings: The international handbook of convertible securities, S. 68

befindet sich ein Großteil der nicht eingestuftten Anleihen ebenfalls in diesem Bereich.²⁷ Eine weitere Unterteilung erfolgt durch die Klassen „investment-grade“²⁸ und „speculative-grade“²⁹. Als „investment-grade“ werden Anleihen mit den Ratings von AAA bis einschließlich BBB- bezeichnet.³⁰ Bonds mit den Ratings BB+ und schlechter werden als risikobehaftet eingestuft, d.h. das eine Anleihe u.U. nicht mehr zurückgezahlt werden kann. Das Ausfallrisiko der Anleihe steigt generell mit abnehmender Rating-Stufe.

In den USA zeigt sich ein etwas anderes Bild. Hier läßt sich zwischen risiko- und nicht risikobehafteten Wandelanleihen ein Verhältnis von 50:50 beobachten, wenn man davon ausgeht, daß Teile der nicht gerateten Anleihen ein Investment-Grade haben. Die Risikostruktur ist folglich schlechter als in Europa (siehe Abb. 6).

Abb. 6: Rating-Verteilung der Convertible Bonds in den USA von S & P



(Quelle: EMCORE Asset Management)

Einen weiteren interessanten Aspekt in bezug auf die Marktentwicklung stellt die Performance von Wandelanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen und Aktien dar. Abbildung 7 zeigt, daß Wandelanleihen deutlich besser abgeschnitten haben als Staatsanleihen und Aktien. Dies ist auf den

²⁷ Vgl. EMCORE Asset Management: Wandelanleihen 2002, S. 3

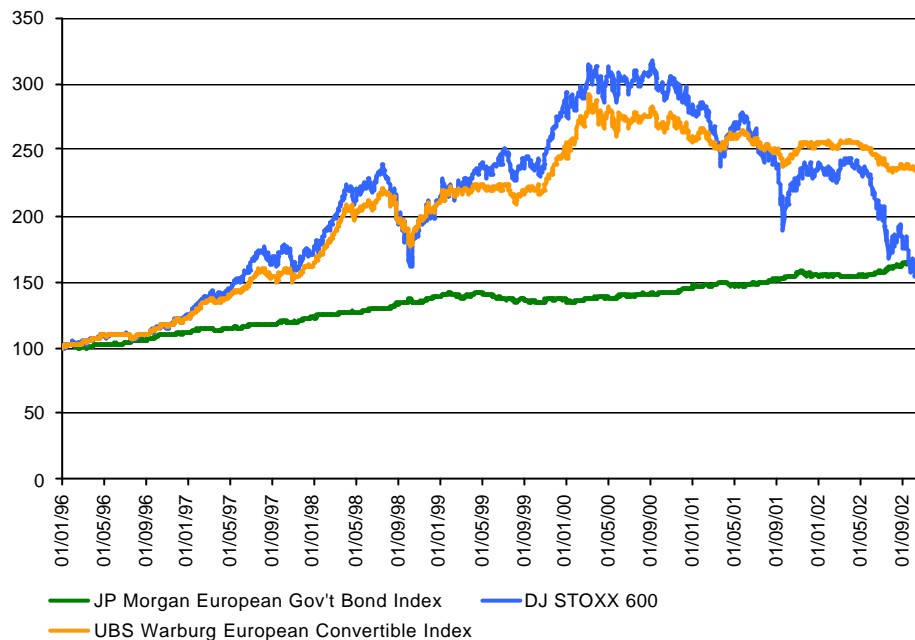
²⁸ Noddings / Christoph / Noddings: The international handbook of convertible securities, S. 67

²⁹ Achleitner: Handbuch Investment Banking, S. 449

³⁰ Vgl. Noddings/Christoph/Noddings: The international handbook of convertible securities, S. 67

Kapitalschutz durch den Anleiheteil und die Partizipation an Aktienkursgewinnen durch das Wandlungsrecht zurückzuführen.³¹

Abb. 7 : Performance 01/96 – 09/02 in Prozent



(Quelle: EMCORE Asset Management)

2.3. Emission

2.3.1. Genehmigung des Kapitals

Die rechtliche Grundlage für die Ausgabe von Wandelanleihen bildet § 221 AktG. Das Aktiengesetz regelt in diesem Paragraphen die Emission von Schuldverschreibungen, die die Rechte der Aktionäre berühren. Genannt sind Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen, wobei in dem hier betrachteten Zusammenhang nur Wandelschuldverschreibungen relevant sind. Ebenfalls Anwendung finden die §§ 182-191 AktG, die eine generelle Kapitalerhöhung gegen Einlagen vorschreiben, sowie die §§ 192-201 AktG, welche speziell die Grundlage für eine bedingte Kapitalerhöhung regeln.

³¹ Vgl. EMCORE Asset Management: Wandelanleihen 2002, S. 4

Die Voraussetzungen für eine bedingte Kapitalerhöhung sind nach § 192 AktG vorgeschrieben. Sie darf nur zu folgenden Zwecken beschlossen werden:

1. zur Gewährung von Umtausch- und Bezugsrechten an Gläubiger von Wandelanleihen
2. zur Vorbereitung von Unternehmenszusammenschlüssen
3. zur Gewährung von Bezugsrechten im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogrammes.

Der Beschluß über die Ausgabe einer Wandelanleihe bedarf mindestens einer drei Viertel Mehrheit des anwesenden Grundkapitals auf der Hauptversammlung. In die Beschlußfassung sind nach § 182 Abs. 2 AktG alle Gattungen stimmberechtigter Aktien einzubeziehen. Die Satzung kann auch eine andere Kapitalmehrheit vorsehen, die jedoch nach § 182 Abs. 1 AktG nur höher sein darf als die Mindestanforderung von drei Viertel des anwesenden stimmberechtigten Grundkapitals.

Die Höhe des bedingten Kapitals ist nach § 192 Abs. 3 AktG beschränkt. Der Nennbetrag des bedingten Kapitals darf die Hälfte des Grundkapitals zur Zeit der Beschlußfassung nicht überschreiten. Wird eine bedingte Kapitalerhöhung im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms durchgeführt, so darf der Nennbetrag zur Zeit der Beschlußfassung nicht höher sein als 10% des Grundkapitals. Die Satzung des Unternehmens kann zusätzlich weitere Anforderungen, d.h. Genehmigungshürden, enthalten.

Der Beschluß über die bedingte Kapitalerhöhung muß nach § 193 Abs. 2 AktG folgendes feststellen:

1. den Zweck der bedingten Kapitalerhöhung
2. den Kreis der Bezugsberechtigten
3. den Ausgabebetrag oder die Grundlagen, nach denen dieser Betrag errechnet wird

4. die Verteilungsquoten für Mitglieder der Geschäftsführung und Arbeitnehmer sowie die Bedingungen zur Ausübung, wenn die Wandelanleihe im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms ausgegeben wird.

Der Vorstand wird durch den Beschluß der Hauptversammlung nach § 221 Abs. 2 AktG ermächtigt, innerhalb von fünf Jahren nach Beschlußfassung die Wandelschuldverschreibung auszugeben. Läßt er diesen Zeitraum verstreichen, so muß ein neuer Beschluß der Hauptversammlung erfolgen. Der Beschluß und eine Erklärung über die Ausgabe der Wandelschuldverschreibungen ist nach § 195 Abs. 1 AktG vom Vorstand und dem Vorsitzenden des Aufsichtsrates beim Handelsregister zu hinterlegen sowie in den Gesellschaftsblättern zu publizieren. Dies sind nach § 25 AktG der Bundesanzeiger und die in der Satzung aufgeführten zusätzlichen Publikationsorgane.

Die Aktionäre haben nach § 221 Abs. 4 AktG und § 186 AktG ein Bezugsrecht auf die auszugebenden Wandelanleihen. Dies dient dazu, den Altaktionär vor der Verwässerung³² in bezug auf seine Stimmrechtsanteile, der Partizipation am Gewinn, der Anteile an den Rücklagen und stillen Reserven zu schützen. Bei Wandlung der Anleihe hätte der Altaktionär nur noch einen geringeren Anteil am Grundkapital und Gewinn. § 186 Abs. 3 AktG sieht außerdem einen Ausschluß des Bezugsrechtes vor, der ganz oder nur teilweise erfolgen kann. Das bedeutet, daß die Hauptversammlung zur Wahrung ihrer Interessen mit einer drei Viertel Mehrheit über den Ausschluß des Bezugsrechtes abstimmen kann.

2.3.2. Wesentliche Ausstattungsmerkmale der Wandelanleihe

2.3.2.1. Nennbetrag und Stückelung

Schuldverschreibungen werden im allgemeinen in Teilschuldverschreibungen aufgelegt, die auf einen bestimmten Nennwert lauten. Dies gilt auch für die

³² Verwässerung: durch Verbreiterung der Aktienbasis sinken die Rechte des Einzelnen

Form der Wandelschuldverschreibung. Der Nennbetrag beschreibt die betragsmäßige Höhe, die bei Einzahlung und Rückzahlung der Anleihe fällig wird. Der Einzahlungsbetrag kann durch Feinsteuermassnahmen der Rendite bei der Emission durch ein Agio (Ausgabebetrag über dem Nennbetrag) oder Disagio (Ausgabebetrag unter dem Nennbetrag) abweichen. Die Summe aller Nennbeträge der Teilschuldverschreibungen ergeben den Gesamtnennbetrag, welcher der Höhe des genehmigten Kapitals entspricht. Durch die Stückelung wird festgelegt, wie hoch der Nennwert der einzelnen Teilschuldverschreibung ist. Auf diese Weise kann die Emittentin maßgeblichen Einfluß auf die Investorenstruktur nehmen. Je höher der Nennwert der einzelnen Teilschuldverschreibung ist, desto geringer wird der Kreis der Investorengruppen, die dieses Kapital aufbringen können.

2.3.2.2. Verzinsung

Die Wandelschuldverschreibung ist mit einem Zinskupon ausgestattet, der den Inhaber berechtigt, für die Laufzeit der Anleihe Zinszahlungen zu erhalten. Der Zinssatz, der sich auf den Nennbetrag der Teilschuldverschreibung bezieht, orientiert sich zum Zeitpunkt der Emission an der Rendite vergleichbarer³³ Anleihen ohne Zusatzrechte. Der Nominalzins bleibt trotz dieser Orientierung unter der Rendite der normalen Anleihen aufgrund der Bewertung des Wandlungsrechtes.

Um dies zu verdeutlichen, wird die Wandelanleihe in ihre Bestandteile zerlegt:

Wandelanleihe = Anleihe + Wandlungsrecht (= Kaufoption)

Diese Aufteilung zeigt, daß sich die Wandelanleihe aus zwei Wertkomponenten zusammensetzt, die jeweils eine unterschiedliche Gewichtung aufweisen. Für die Festsetzung des Nominalzinses ist der Anleiheteil zu betrachten. Die Option wird nicht verzinst.

³³ In bezug auf die Laufzeit der Anleihe und Bonität der Anleiheschuldnerin

An einem einfachen Beispiel wird nachfolgend die Zinsermittlung erläutert. Die angegebene Gewichtung entspricht dem Verhältnis, das die meisten Emittenten favorisieren.³⁴ Der Wert des Optionsteils kann durch den Wandelpreis entsprechend dieser Relation festgesetzt werden.

Beispiel:

Wandelanleihe	=	Anleihe	+	Kaufoption
100%	=	75%	+	25%
1000 €	=	750 €	+	250 €

Der Anleiheteil macht in diesem Beispiel 75% bzw. 750 € aus. Die Markttrendite für vergleichbare Anleihen ohne Zusatzrechte soll in diesem Beispiel bei 8% liegen und die Wandelschuldverschreibung soll zu pari, d.h. zu 100% begeben werden.

Daraus ergibt sich für den Nominalzins der Anleihe folgende Rechnung:

750 €	x	8%	=	60 €
60 €			=	6% von 1000 €
das entspricht 6 % Nominalzins bzw. Rendite der Wandelanleihe				

Anhand dieses Beispiels wird auch deutlich, daß der Bond-Floor³⁵ einer Wandelanleihe erreicht wird, wenn der Aktienkurs des Basiswertes sich zu weit vom Wandlungspreis entfernt und die Bonität der Anleiheschuldnerin sich nicht verändert hat. Das Wandlungsrecht ist in diesem Fall wertlos geworden. Ein Käufer einer solchen Wandelanleihe wird nun die gleiche Rendite auf sein Investment erhalten, wie ein Inhaber einer Anleihe ohne Zusatzrechte. Der Anleiheteil bildet folglich einen Kursschutz für den Anleger.

³⁴ Vgl. Thoma, Beat: Wandelanleihen – Eine Einführung -, <http://www.riskreturn.ch/html/index.php?id=82>, S. 17

³⁵ Bond-Floor: idealtypische Wertuntergrenze einer Wandelanleihe. Die Wandelanleihe wird in der Bewertung behandelt wie eine Anleihe ohne Zusatzrechte.

2.3.2.3. Das Wandlungsrecht

Das Wandlungsrecht stellt neben dem Anleihe teil die zweite Komponente einer Wandelschuldverschreibung dar. Es gewährt, wie bereits erwähnt, dem Inhaber der Wandelschuld anleihe das Recht seine Schuldverschreibung in Aktien zu tauschen. Das Wandlungsrecht beinhaltet das Wandlungsverhältnis, den Wandlungspreis und den Wandlungszeitraum.

Anknüpfend an das vorstehende Beispiel kann die fiktive Anleihe diesbezüglich folgende Daten aufweisen:

Laufzeit:	01.03.2000 - 01.03.2005
Nennbetrag:	1000 €
Anleihekurs:	100%
Underlying:	XY-AG
Wandlungsverhältnis:	20 Aktien
Wandlungspreis:	50 €
Aktienkurs:	37,50 €
Wandlungszeitraum:	01.06.2000 - 15.02.2005

Der Anleger hat in diesem Fall das Recht, seine Wandelanleihen im Zeitraum vom 01.06.2000 - 15.02.2005 in Aktien der XY-AG zu konvertieren. Er erhält für seinen Nennbetrag von nominal 1000 € 20 Aktien der XY-AG zu einem Preis von 50 €. Dieser Wandlungspreis gilt vorbehaltlich einer Anpassungsregelung der Anleihebedingungen. Diese können vorsehen, daß aufgrund der Entwicklung des Aktienkurses ein neuer Wandlungspreis festgesetzt wird. Das neue Wandlungsverhältnis ergibt sich dann aus dem Quotienten von Ausgabebetrag der Wandelanleihe durch den neuen Wandlungspreis.

Das Wandelrecht stellt einen Wert dar (siehe Abschnitt 2.3.2.2.), der mathematisch ermittelt werden kann. Für die Ermittlung des Optionspreises haben die Amerikaner Myron Scholes und Fischer Black in den siebziger Jahren eine Formel entwickelt, die eine genaue Bestimmung möglich macht. Aufgrund der Komplexität der Formel wird an dieser Stelle eine stark vereinfachte Darstellung der Optionspreisermittlung vorgenommen.

Folgende Faktoren sind für die Preisbildung einer Option wichtig:

- ➔ Volatilität (Schwankung) der Aktie
- ➔ Laufzeit der Option
- ➔ Zinsen
- ➔ Wandelpreis und Bezugsverhältnis
- ➔ Börsenkurs der Aktie

Der Optionspreis setzt sich dabei aus zwei Bestandteilen zusammen:

$$\text{Optionspreis} = \text{innerer Wert} + \text{Zeitwert}$$

Liegt der Aktienkurs unterhalb des Wandelpreises, so hat die Option keinen inneren Wert, sondern nur einen Zeitwert. Der Zeitwert der Option richtet sich danach, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, daß der Aktienkurs über dem Wandlungspreis liegt, damit eine Ausübung keinen Verlust bedeutet. Hier gilt:

Je größer die Volatilität der Aktie und die Laufzeit der Option, desto höher die Wahrscheinlichkeit, daß der Wandlungspreis erreicht werden kann.

Notiert der Aktienkurs über dem Wandelpreis, besitzt die Option neben dem Zeitwert auch einen inneren Wert. Er wird vereinfacht ermittelt, indem die Differenz aus Wandlungspreis und Börsenkurs der Aktie mit dem Wandlungsverhältnis multipliziert wird.

Die Entwicklung des inneren Wertes korreliert mit dem Aktienkurs und wird anhand des vorstehend gewählten Beispiels gezeigt :

<u>Aktienkurs</u>	<u>innerer Wert</u>
55 €	100 €
60 €	200 €
70 €	400 €
80 €	600 €

Der Inhaber der Wandelanleihe mit einem Nennwert von 1000 € hat das Recht, 20 Aktien zu 50 € zu beziehen. Notiert die Aktie an der Börse mit einem Kurs von 55 €, so würde der Investor bei Wandlung 20 Aktien mit einem Marktwert von $55 \text{ €} \times 20 = 1.100 \text{ €}$ erhalten. Der innere Wert, als Differenz aus Gesamtmarktwert der Aktien und Nennbetrag der Anleihe, beträgt folglich 100 €. Der innere Wert zeigt den Mindestwert der Option. Das Wandelrecht wird von der Börse i.d.R. höher bewertet, da zum inneren Wert der Zeitwert und der Kursschutz durch den Anleiheteil hinzukommt.

2.3.2.4. Rückzahlung und vorzeitige Rückzahlung durch die Anleiheschuldnerin

Die Anleihebedingungen können neben der Rückzahlung bei Fälligkeit zum Nennwert auch eine Rückzahlung vor der vereinbarten Fälligkeit vorsehen. Diese vorzeitige Rückzahlungsmöglichkeit ist von der Emittentin an die Entwicklung des Aktienkurses gekoppelt. Erreicht dieser eine festgelegte Steigerung gegenüber dem Basispreis der Wandelanleihe, so kann die Anleiheschuldnerin durch eine fristgerechte Ankündigung die Rückzahlung bekannt machen. Am Beispiel der 4,25%igen Wandelanleihe der Infineon Technologies B.V.³⁶ gestaltet sich dieses wie folgt:^{37 38}

§ 4 (3) der Emissionsbedingungen

„Vorzeitige Rückzahlung nach Wahl der Anleiheschuldnerin infolge der Kursentwicklung der Aktien. Die Anleiheschuldnerin ist berechtigt, die ausstehenden Schuldverschreibungen insgesamt, jedoch nicht teilweise, nach Bekanntmachung ... zum Nennwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ... zurückzuzahlen, wenn die Xetra-Notierung ... der Aktien (§ 7(1)) ... an 15 Handelstagen ... innerhalb eines Zeitraums von 30 aufeinanderfolgenden Börsenhandelstagen an der Frankfurter Wertpapierhandelsbörse ... beginnend am 06.02.2005 115% des Wandlungspreises gemäß § 7 (1) übersteigt.“

³⁶ Die Laufzeit der Anleihe ist der Zeitraum vom 06.02.2002 – 06.02.2007. Der Wandlungspreis beträgt gemäß § 7 (1) der Emissionsbedingungen 35,43 €

³⁷ Auszug aus dem Emissionsprospekt zur 4,25% Wandelanleihe 2002 – 2007 der Infineon Technologies B.V., S. 12

³⁸ eine genauere Besprechung dieser Wandelanleihe von Infineon befindet sich in Abschnitt 4.2.

2.3.2.5. Verwässerungsschutz

Emissionsprospekte von Wandelanleihen beinhalten im allgemeinen eine Verwässerungsschutzklausel, die den Anleihegläubiger und zukünftigen Aktionär, sowie die Altaktionäre vor Rechts- und Kursverlusten schützen soll. Diese Klausel tritt in Kraft, wenn der Aktienkurs durch Kapitalmaßnahmen der Gesellschaft beeinflusst wird.

Solche Maßnahmen können z.B. sein:

- Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (Umwandlung von Kapital- oder Gewinnrücklagen in Aktien)
- Aktiensplitt
- Zusammenlegung von Aktien (Reduzierung des Grundkapitals)
- Kapitalherabsetzung
- Fusionen oder Reorganisationen (Auf- und Abspaltungen von Unternehmensteilen).

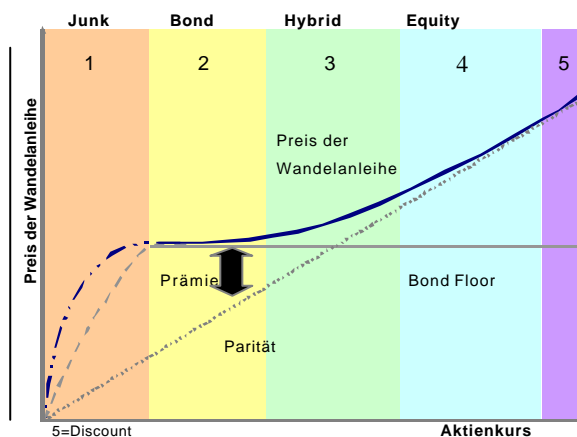
Die Kurs- und Rechtsbeeinflussung soll anhand der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln exemplarisch kurz verdeutlicht werden. Bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln werden Gewinn- oder Kapitalrücklagen in Grundkapital umgewandelt. Es werden neue Aktien geschaffen. Das Gesellschaftsvermögen ändert sich jedoch nicht, da ein reiner Passivtausch stattfindet. Die neuen Aktien werden als Berichtigungsaktien an die Altaktionäre ausgegeben. Die Anzahl der umlaufenden Aktien erhöht sich. Die Börse wird nun einen Kursabschlag im Verhältnis der Kapitalerhöhung vornehmen. Bei einer Kapitalerhöhung von 1:1 und einem Aktienkurs von 50 € bekäme ein Altaktionär eine Berichtigungsaktie für eine Aktie, die er besitzt. Der Wert seines Aktienbestandes bleibt gleich. Seine zwei neuen Aktien müssen den gleichen Wert haben wie seine eine alte Aktie, d.h. der Börsenkurs notiert jetzt bei 25 €. Die Anzahl der Stimmrechte, wenn es sich um Stammaktien handelt, hat sich ebenfalls verdoppelt, wobei sie in der Relation gleich geblieben ist. Darüber hinaus hat sich die Menge der umlaufenden Aktien verdoppelt und der Aktienkurs optisch halbiert, wobei der Wandlungspreis und das Wandlungsverhältnis gleich geblieben sind. Der Inhaber einer

Wandelanleihe würde zunächst einen Wertverlust seines Optionsrechts erfahren. Bei Wandlung muß er dann Aktien zu einem Kurs beziehen, der in Relation zum Börsenkurs höher ist als vor der Kapitalerhöhung, und erhält gleichzeitig einen geringeren Anteil am Grundkapital. Durch die Verwässerungsschutzklausel wird gewährleistet, daß eine Anpassung zur Wahrung der Rechte erfolgt.

2.3.3. Entwicklung während der Laufzeit

Die Wandelanleihe als hybrides Finanzinstrument, wird vom Kursverlauf des Anleihe- und Optionsteils beeinflusst. In der nachfolgenden Abbildung und der dazugehörigen Tabelle sind fünf Kursbereiche dargestellt, in denen die Wandelanleihe auf verschiedene Einflußfaktoren unterschiedlich reagiert.³⁹

Abb. 8: Kursentwicklung von Wandelanleihen



(Quelle: Landesbank Baden-Württemberg)

Tab.1: Übersicht Kursbereiche

³⁹ Vgl. Landesbank Baden-Württemberg (LBBW): Kapitalmärkte. Wandelanleihen., <http://www.riskreturn.ch/html/index.php?id=272>, S. 5

	Parität	Prämie	Einfluss des		
			Zinsniveaus	Aktienkurses	Rating
Junk	< 50%	> 150%	* * * *		* * * * *
Bond	50% - 75 %	30% - 100%	* * * *	**	* * *
Hybrid	75% - 125%	15% - 30%	* * *	* * *	*
Equity	> 125%	0% - 15%	**	* * * *	*
Discount	> 125%	negativ	*	* * * * *	*

* * * * * sehr bedeutend * * * * bedeutend * * * mittel * * gering * sehr gering

(Quelle: Landesbank Baden-Württemberg)

In der Regel zeichnet die Wandelanleihe den Kursverlauf der Aktie um so stärker nach, je kleiner die Wandlungsprämie wird.⁴⁰ Wird sie jedoch größer, unterliegt die Wandelanleihe immer mehr den für Anleihen kursrelevanten Faktoren Zinsniveau und Rating.⁴¹ Die Tabelle 1 verdeutlicht die folgenden Erläuterungen zu den einzelnen Kursbereichen.

Im *Junk-Bereich* (Abb. 8, Zone 1) notiert die Wandelanleihe auf sehr niedrigem Niveau und entwickelt sich losgelöst vom Aktienkurs, weil die Option, aufgrund der Differenz zwischen Aktienkurs und Wandlungspreis, wertlos geworden ist. Lediglich das Zinsniveau nimmt noch Einfluß auf den Kurs der Wandelanleihe, wobei den Schwankungen der allgemeinen Marktzinsen eine geringere Rolle beizumessen ist als den Risikozuschlägen, die durch einen entsprechenden Aufschlag auf den Basiszins⁴² abgegolten werden. Der wesentliche Faktor für die Preisbildung ist das Insolvenzrisiko des Unternehmens. Dies kann für den Investor einen Zinsausfall und ggf. den vollständigen Ausfall der Rückzahlung bedeuten. Die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls ist durch das Rating der Wandelanleihe gekennzeichnet. Informationen, die die Bonität des Unternehmens betreffen, können in diesem Kursbereich den „*Convertible Bond*“ überproportional schwanken lassen.

⁴⁰ Landesbank Baden-Württemberg (LBBW): Kapitalmärkte. Wandelanleihen. , <http://www.riskreturn.ch/html/index.php?id=272>, S. 5

⁴¹ Vgl. ebenda, S. 5

⁴² Der Basiszinssatz oder Referenzzinssatz ist i.d.R. ein Zins für eine risikoarme Kapitalanlage. In der Praxis kann dies der Interbankenzinssatz sein oder der Zins für Staatsanleihen der entsprechenden Laufzeit

Ist die Solvenz des Unternehmens nicht in Frage gestellt, aber hat sich der Aktienkurs weit vom Wandlungspreis entfernt, so befindet sich die Wandelanleihe im *Bond-Bereich* (Abb. 8, Zone 2). Die Option hat ihren Wert verloren, so daß die Wandelschuldverschreibung nur noch wie eine normale Anleihe bewertet wird. Sie reagiert nun fast ausschließlich auf Änderungen des Zinsniveaus und nicht mehr auf die Schwankungen des Underlyings. Der Bond-Floor, der den Wert der Wandelanleihe als reine Anleihe bewertet, stellt die Wertuntergrenze des „Convertible Bonds“ dar. Die Parität zeigt den prozentualen Gegenwert, der entsteht, wenn der „Convertible Bond“ in Aktien gewandelt wird. Eine Parität von 50% bedeutet, daß der aktuelle Börsenkurs des Underlyings 50% des Wandelpreises beträgt.

Im *hybriden Bereich* (Abb. 8, Zone 3) beeinflußt sowohl der Options- als auch der Anleiheteil die Kursentwicklung. Dadurch reagiert die Wandelschuldverschreibung in abgeschwächter Form auf die Kursschwankungen des Basiswertes.

Im *Equity-Bereich* (Abb. 8, Zone 4) vollzieht die Wandelanleihe die Schwankungen der Aktie. Dadurch, daß der Aktienkurs des Basiswertes nahe dem Wandlungspreis liegt, wird eine Wandlung wahrscheinlicher. Die Investoren sind nun nicht mehr bereit, hohe Prämien zu zahlen.⁴³ Die Zahlungsbereitschaft für Prämien nimmt immer weiter ab, je weiter der Optionsteil im Geld notiert, d.h. der Aktienkurs des Basiswertes über dem Wandlungspreis liegt. Der Grund dafür liegt darin, daß die Schwankungen von Aktie und Optionspreis sehr stark korrelieren. Die Option bietet, außer durch die Länge der Laufzeit, kaum noch Schutz vor negativen Entwicklungen des Aktienkurses. Dies kann sogar dazu führen, daß mit einer Wandelanleihe, die zum Zeitpunkt des Erwerbs mit ihrem Optionsteil weit im Geld lag, bis zur Fälligkeit eine negative Rendite erwirtschaftet wird. In diesem Fall liegt der Anschaffungspreis weit über 100% des Anleihekurses. Die Zinszahlungen können unter diesen Bedingungen die Differenz zwischen Anschaffungs- und Rückzahlungskurs nicht kompensieren. Eine Wandlung ist hier nicht ratsam, da

⁴³ Vgl. Landesbank Baden-Württemberg (LBBW): Kapitalmärkte. Wandelanleihen., <http://www.riskreturn.ch/html/index.php?id=272>, S. 15

der Wandlungspreis über dem Aktienkurs liegt. Ein Bezug der Aktie über die Börse wäre in diesem Fall günstiger.

Im *Discount-Bereich* (Abb. 8, Zone 5) sind Wandelanleihen nur selten anzutreffen.⁴⁴ Dieser Bereich ist von einer negativen Optionsprämie gekennzeichnet. Dies würde bedeuten, daß bei Wandlung ein Arbitragegewinn möglich ist, d.h. durch die Wandlung ein risikoloser Gewinn generiert werden könnte. Eine solcher Arbitragegewinn setzt jedoch voraus, daß die Aktien bei Wandlung sofort zur Verfügung stehen und an der Börse veräußert werden können. Ein solches Szenario ist aber nur in Ausnahmefällen vorzufinden und ist auf die international differierenden Bestimmungen zur Wandlung und Wertpapierleihe zurückzuführen.⁴⁵

2.3.4. Unterbringung der Anleihe am Markt

Die Unterbringung der Wandelanleihe am Markt ist ein nicht zu vernachlässigender Vorgang für eine erfolgreiche Emission. Durch die Stückelung der Anleihe wird schon einmal eine Vorauswahl des zukünftigen Erwerberkreises getroffen. Je höher der Nennbetrag des einzelnen Stückes, desto stärker werden finanzkräftige Investoren angesprochen, d.h. institutionelle oder vermögende private Investoren. Dies ist z.B. bei der 4,25% Wandelanleihe der Infineon Technologies Holding B.V. aus dem Jahr 2002 zu beobachten. Die Emittentin hat eine Stückelung der Anleihe von 50.000 € gewählt. Private Kleinanleger werden bei dieser Wandelanleihe schwer in der Lage sein, einen solch hohen Betrag unter der Berücksichtigung einer angemessenen Risikostruktur in ihrem Portfolio aufzubringen. Daher ist nach dieser Vorauswahl die Zusammensetzung des Emissionskonsortiums auf den zukünftigen Investorenkreis abzustimmen. Aus diesem Grund sollte für eine erfolgreiche Emission jene Emissionshäuser vom Emittenten gewählt werden, die eine sehr gute Reputation und sehr gute Kontakte zu den favorisierten Investorenkreisen in den entsprechenden Ländern aufweisen. Der Konsortialführer sollte zudem

⁴⁴ Vgl. Landesbank Baden-Württemberg (LBBW): Kapitalmärkte. Wandelanleihen., <http://www.riskreturn.ch/html/index.php?id=272>, S. 16

⁴⁵ Vgl. ebenda, S. 16

eine ausgeprägte Kompetenz im Marktsegment der Wandelanleihen vorweisen können.

Ein weiteres Kriterium für eine erfolgreiche Emission ist die Auswahl der Sekundärmärkte, an denen die Wandelschuldverschreibung gehandelt werden soll. Es ist darauf zu achten, in welchen Ländern die gewünschten Investoren ansässig sind, damit sie einen schnellen und einfachen Zugang zu einem Börsenplatz erlangen. Gerade wenn ein nicht unerheblicher Teil von Privatinvestoren an der Emission beteiligt ist, spielt dieser Aspekt eine wichtige Rolle. Institutionelle Investoren hingegen sind im Rahmen ihrer „*Asset Allocation*“⁴⁶ international tätig und besitzen daher eine Infrastruktur, die ihnen ein schnelles und einfaches Handeln weltweit ermöglicht.

Abschließend läßt sich konstatieren, daß die Anzahl der Listings nicht zu groß sein sollte, da sonst die Liquidität an den einzelnen Börsenplätzen nicht mehr gewährleistet werden kann.

2.3.5. Bilanzielle Behandlung der Wandelanleihe und Kapitalstrukturänderung

Der Nennbetrag der emittierten Wandelanleihe wird nach § 266 AktG auf der Passivseite unter der Position C Nr. 1 verbucht. Unter dieser Bilanzposition werden sämtliche vom Unternehmen ausgegebenen Anleihen detailliert aufgeschlüsselt. Agios bzw. Disagios, die bei der Emission zur Feinsteuerung von Zinsunterschieden zwischen Marktzins und Nominalzins der Anleihe dienen, werden als Rechnungsabgrenzungsposten auf der Passiv- bzw. Aktivseite verbucht. Nach Wandelung der Anleihe sind die entsprechenden Stücke zum Nennwert aus der Position C Nr. 1 auf der Passivseite auszubuchen. Die im Rahmen der bedingten Kapitalerhöhung neu geschaffenen Aktien werden zu ganzen Stücken im Eigenkapital eingebucht. Der Nennbetrag der Aktie wird als gezeichnetes Kapital unter der Position A I. und die Differenz zum Wandlungspreis wird als Kapitalrücklage unter der Position A II. verbucht. Da nur ganze Stücke von Aktien geliefert werden

können, werden Bruchstücke, die durch das Wandlungsverhältnis entstehen können, finanziell ausgeglichen.

⁴⁶ „*Asset Allocation*“ bedeutet Vermögensaufteilung bzw. -streuung

3. Begriff, Zielsetzungen und Zielgruppen von Investor Relations und seine Instrumenten

3.1. Zum Begriff Investor Relations

3.1.1 Definition von Investor Relations

Der Deutsche Investor Relations Kreis e.V. gibt für das Betätigungsfeld der Investor Relations (IR) folgende Definition:

„Investor Relations sind sämtliche kommunikativen Maßnahmen eines Emittenten mit dem Ziel einer Senkung der eigenen Kapitalkosten. Bei den externen Zielgruppen sind sie auf die Beeinflussung von Investitionsentscheidungen in vom Emittenten begebenen Wertpapieren gerichtet, während sie internen Zielgruppen im Sinne kapitalmarktorientierten Denkens und Handelns die Erwartungen der externen Zielgruppen als wichtige Entscheidungsgrundlage für die Unternehmensführung vermitteln.“⁴⁷

3.1.2. Begriffliche Abgrenzung und Zielsetzung von Investor Relations

Die Bereiche Investor Relations (IR) und Public Relations (PR) werden oftmals nicht stark genug gegeneinander abgegrenzt, da sie lediglich auf ihre Gemeinsamkeiten reduziert werden.⁴⁸ Diese liegen in der Kommunikation mit wichtigen Multiplikatoren und Meinungsbildnern im Umfeld der Unternehmung. In beiden Bereichen ist die einheitliche Kommunikation, die sogenannte „one

⁴⁷ Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 27

⁴⁸ Vgl. Bittner: Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, S. 8

voice policy“, mit den Zielgruppen wichtig.⁴⁹ Dadurch soll ein einheitliches Corporate Image⁵⁰ nach außen hin aufgebaut und gezeigt werden.

Die Unterschiede der zwei Bereiche wird in der Betrachtung der angesprochenen Zielgruppen deutlich. Investor Relations spricht einen sehr speziellen Kreis an, der sich aus den Finanzmarktteilnehmern herausbildet, z.B. institutionelle Investoren. Public Relations hingegen spricht sehr heterogene Zielgruppen an, die das Unternehmen aus unterschiedlichen Blickwinkeln betrachten. Diese Zielgruppen setzen sich aus Personen und Institutionen zusammen, die zu dem Unternehmen in unterschiedlichen Beziehungen stehen, z.B. Kunden, Lieferanten, etc..

Investor Relations befaßt sich mit der Beziehung des Unternehmens zur Financial Community.⁵¹ Unter diesem Begriff werden sämtliche Finanzmarktteilnehmer zusammengefaßt, die ein Interesse an dem Unternehmen haben.⁵² Die verschiedenen Gruppen innerhalb der Financial Community haben ein unterschiedlich hohes Informationsbedürfnis, dem es nachzukommen und das es zu befriedigen gilt. Dieses setzt für die IR-Abteilungen neben unterschiedlichen Kommunikationsformen und -stilen ein ausgeprägtes Fachwissen in den Bereichen Finanzen, Rechnungswesen, Controlling und strategischer Unternehmensführung voraus. Ein solch hohes Spezialwissen ist wichtig, damit die Informationen, die von den entsprechenden Abteilungen zur Verfügung gestellt werden, zielgruppengerecht aufbereitet und kommuniziert werden können. Gerade institutionelle Investoren und Analysten erwarten von IR-Managern, daß sie mit ihnen auf gleichem Niveau über die finanziellen Bedingungen des Unternehmens sprechen können.

Public Relations dagegen bedeutet Öffentlichkeitsarbeit und ist für das Unternehmensumfeld außerhalb der Financial Community zuständig. Das

⁴⁹ Brammer, Ralf P.: Was sind Investor Relations – Abgrenzung zwischen IR und PR -, <http://www.dirk.org/graphics/Dirk/Dokumente-PDF/Was-sind-Investor-Relations.pdf>

⁵⁰ Corporate Image beschreibt das Erscheinungsbild eines Unternehmens in bezug auf seine innere Identität und äußere Wahrnehmung.

⁵¹ Vgl. Bittner: Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, S. 8

⁵² Vgl. Stock fish Finanzkommunikation AG: Schlechte Zeiten – Gute Zeiten, Wie Unternehmer und IR-Manager ihre Finanzmarktkommunikation in Höchstform bringen, <http://www.dirk.org/graphics/Dirk/Dokumente-PDF/Veroeffentlichungen/stockfish-IR-Tipps.pdf>

Unternehmensbild in der Öffentlichkeit soll durch kommunikationspolitische Mittel verbessert werden und auf dieser Weise zu einer Steigerung des Unternehmensimages führen.⁵³ Dies kann sowohl durch gute Kontakte zur Presse, Förderung kultureller und sportlicher Ereignisse als auch durch soziales Engagement, Einblicke in das Unternehmen sowie Kommunikation betriebsinterner Vorgänge erreicht werden. Daher ist Public Relations wesentlich breiter gefaßt als Investor Relations.

Bis Anfang der neunziger Jahre konnten Investor Relations von den PR-Abteilung der Unternehmen noch abgedeckt werden, da die IR-Aktivitäten vorwiegend aus der Ausführung der gesetzlichen Veröffentlichungsvorschriften⁵⁴ bestand.⁵⁵ Zunehmende Veröffentlichungspflichten durch den Gesetzgeber und die Börse sowie Publizitätsforderungen der Kapitalmarktteilnehmer, gerade aus dem anglo-amerikanischen Raum, verlangten mehr Aufmerksamkeit und Einsatz seitens der Unternehmen für den Bereich Investor Relations. Eine erfolgreiche IR-Arbeit war durch Public Relations allein nicht mehr gewährleistet, da die Anforderungen größer, zeitintensiver und spezieller wurden. Um den gestiegenen Anforderungen gerecht zu werden, bauten die Unternehmen zusehends eigene Investor-Relations-Abteilungen auf. Auf diese Weise konnten die Unternehmen die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt intensivieren und dadurch effizienter gestalten. Neben den Pflichtmaßnahmen ergab sich die Möglichkeit sich durch die Anwendung und Ausgestaltung von freiwilligen IR-Maßnahmen von anderen Unternehmen positiv abzuheben.

In den Spitzenzeiten der Aktienemissionen am Neuen Markt Ende der neunziger Jahre war der Einsatz von Investor Relations besonders wichtig. Zu dieser Zeit rangen viele Unternehmen um die Gunst der Anleger. Es galt, den Investoren zu vermitteln, warum gerade das eigene Unternehmen die besten Anlagechancen bietet. Der Verkauf der Equity-Story⁵⁶ war plötzlich so wichtig

⁵³ Wöhe, Günter: Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 597

⁵⁴ siehe Pflichtmaßnahmen in Abschnitt 3.3.1.

⁵⁵ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 48

⁵⁶ Equity-Story: Aktien-Geschichte, beschreibt den Geschäftsgegenstand sowie die historische und zukünftige Entwicklung eines Unternehmens. Die Equity-Story hat besondere Bedeutung bei IPOs, da dieses Unternehmen auf dem Kapitalmarkt bisher kaum war.

wie noch nie geworden. Für den außenstehenden Betrachter sah es zeitweise so aus, als ob gerade bei den kleinen, jungen, an die Börse drängenden Unternehmen, Public Relations von Investor Relations abgelöst worden sei.

3.2. Zielsetzungen und Zielgruppen von Investor Relations

3.2.1. Ziele von Investor Relations

Die Ziele von Investor Relations bestehen darin, ein möglichst positives Bild des Unternehmens gegenüber Investoren und Analysten zu generieren. In bezug auf diese Zielgruppen kann Investor Relations als eine Art Aktienmarketing betrachtet werden. Investoren sollen zum Kauf angeregt und bestehende Aktionäre zur Aufstockung ihrer Aktienposition bewegt werden.⁵⁷ Darüber hinaus soll der Aktienkurs, der als Wertspiegel des Unternehmens dient, auf ein Niveau gebracht werden, das den wirklichen Wert der Gesellschaft repräsentiert. Dies kann sowohl durch eine Erweiterung der Investorenkreise als auch durch eine Erhöhung der Transparenz erreicht werden.

Die Zunahme der Investorenkreise soll zu einer Nachfragebelebung der Aktie führen, die wiederum den Kurs und damit den Unternehmenswert steigern kann. Die Erhöhung der Transparenz zielt auf einen Abbau der Risikoprämie ab, die für das Unternehmen nicht nur Auswirkungen im Eigenkapital-, sondern auch im Fremdkapitalbereich hat. Die Höhe der Risikoprämie, die sich beim Aktienkurs als Bewertungsabschlag und beim Fremdkapital als Zinsaufschlag darstellt, richtet sich nach der Sicherheit, die die Anlage den Investoren bietet. Die Beurteilung der Sicherheit stützen die Kapitalgeber auf jene Informationen, die Ihnen über ihre Investition zur Verfügung stehen. Die Schaffung von Transparenz durch kontinuierliche Bereitstellung von aussagekräftigen Informationen sollte daher für Unternehmen einen hohen Stellenwert besitzen. Auf diesem Weg kann Vertrauen gebildet werden, das sich in einer Verringerung der Eigen- und Fremdkapitalkosten niederschlägt.

⁵⁷ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 25

3.2.2. Adressaten von Investor Relations

3.2.2.1. Finanzanalysten

Finanzanalysten⁵⁸ sind bei Finanzinstituten, wie Investmentbanken, Universalbanken oder Brokerhäusern, tätig. Ihre Hauptaufgabe besteht darin, neutrale Studien von Märkten und Unternehmen anhand von Kennzahlen zu verfassen und damit die Kauf-, Verkauf- oder Halteempfehlungen für Investoren abzugeben.⁵⁹ Dieser Empfehlungen sowie weiterer Beratungstätigkeiten seitens der Analysten bedienen sich vor allem die kapitalkräftigen institutionellen Investoren.⁶⁰ Die Glaubwürdigkeit eines Finanzanalysten ist daher von großer Bedeutung und bringt für sein Unternehmen die wichtige Reputation.

Der Finanzanalyst hat vier wichtige Funktionen, die er erfüllen sollte:

1. Mittler zwischen Anleger und der börsennotierten Gesellschaft⁶¹
2. Informationsversorgung des Kapitalmarktes zur Transparenz- und Effizienzsteigerung
3. Beratung der Investoren, um Chancen und Risiken des analysierten Unternehmens aufzuzeigen
4. Vermarktung der eigenen Meinung zu ausgewählten Börsentiteln an institutionelle Investoren⁶².

Der Finanzanalyst als Mittler steht permanent unter Druck, allen Seiten gerecht zu werden. Sein Arbeitgeber erwartet von ihm Studien, die Wertpapierumsätze generieren. Diese sollten i.d.R. positiv sein, damit eine starke Nachfrage nach diesen Titeln erzeugt werden kann. Positive Studien des Analysten können

⁵⁸ im Englischen auch „Sell-Side“ genannt

⁵⁹ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 36

⁶⁰ Vgl. Bittner: Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, S. 24

⁶¹ Vgl. ebenda, S. 26

⁶² Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 36

auch eine Eintrittskarte der Bank für lukrative Mandate für Emissionen oder M & A⁶³ sein.

Die börsennotierten Gesellschaften sind ebenfalls an positiven Studien über ihr Unternehmen interessiert, da diese für sie ein gutes Standing am Kapitalmarkt und ein positives Image erzeugen. Finanzanalysten sind für ihre Studien auf eine gute Zusammenarbeit mit dem zu analysierenden Unternehmen angewiesen. Aufgrund dieser Wechselwirkung versuchen viele Unternehmen oftmals, durch den Grad des Informationsflusses das Urteil des Analysten zu beeinflussen.⁶⁴ Dies kann soweit gehen, daß Unternehmen, die von einem Analysten ihrer Meinung nach schlecht beurteilt worden sind, ihn vom Informationsfluß abschneiden, d.h. z.B. keine weiteren Einladungen zu Analystenkonferenzen an ihn aussprechen.

Der Investor hingegen ist an einer Studie interessiert, die objektiv verfaßt worden ist. Eine auf den realen Gegebenheiten beruhende Investitionsentscheidung ist jedoch durch die vorstehend genannten Einflußfaktoren nur noch bedingt möglich. Der Investor verlangt eine neutrale, sachlich und fachlich kompetente Analyse des untersuchten Unternehmens, die nicht immer mit jener guten Investitionsempfehlungen einhergeht, welche wiederum ein Analyst benötigt, um für sich und seine Bank eine gute Reputation zu erzielen.⁶⁵

Für die Investor Relations-Abteilungen von börsennotierten Gesellschaften ist eine Zusammenarbeit mit den Analysten sehr wichtig, auch wenn das Analystenurteil nicht in ihrem Sinne ausfällt. Zu den populärsten Instrumenten der Finanzanalysten gehört die Gewinnschätzung der Unternehmen. Der Analyst schätzt aufgrund des ihm vorliegenden Zahlenmaterials die Gewinnentwicklung des Unternehmens. Damit die Analystenschätzung und Unternehmensbekanntgabe nicht gravierend voneinander abweichen, sollte die

⁶³ M & A steht für Mergers & Acquisition und bezeichnet den Geschäftsbereich der sich mit Fusionen und Übernahmen beschäftigt. Je nach dem Wert, den diese Transaktionen haben, kann solch ein Mandat sehr hohe Gewinne für die beauftragte Bank zu Folge haben.

⁶⁴ Vgl. Bittner: Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, S. 27

⁶⁵ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 37

Gesellschaft den Analysten mit aussagekräftigem Zahlenmaterial versorgen. Durch eine Minimierung der Abweichung, oder sogar einer Übereinstimmung, zwischen Prognose und dem tatsächlichen Gewinn, kann Vertrauen zwischen der Financial Community und dem Unternehmen aufgebaut werden. Diese Vertrauensbildung gegenüber dem Finanzmarkt, insbesondere der Investoren, ist eine wesentliche Aufgabe von Investor Relations und führt langfristig zu den angestrebten Zielsetzungen⁶⁶ in diesem Bereich. Hohe negative Abweichungen der Gewinnschätzungen, gerade wenn die Unternehmensgewinne erheblich unter den Schätzungen bleiben, werden zu einer Erhöhung der Risikoprämie führen. Ein ständiger Informationsaustausch zwischen IR-Abteilung, Unternehmensmanagement und Finanzanalyst über die Geschäftsentwicklungs- und -strategie ist daher für jedes kapitalmarktorientierte Unternehmen unerlässlich. Vertrauensbildung kommt nicht nur dem Analysten, sondern in erster Linie auch dem analysierten Unternehmen zugute.

3.2.2.2. Institutionelle Investoren

Als institutionelle Investoren⁶⁷ werden meist größere Kapitalsammelstellen wie Versicherungen, Investmentfonds, Banken oder andere Kapitalanlagegesellschaften bezeichnet. Sie unterscheiden sich von den privaten Investoren insbesondere durch die Art und Weise der Anlageentscheidungen sowie durch die Investitionsvolumina, die Ihnen zur Verfügung stehen.⁶⁸ Die Investor-Relations-Aktivitäten von börsennotierten Unternehmen richten sich bei der Zielgruppe der institutionellen Investoren primär an Versicherungen und Investmentfonds. Diese Gesellschaften investieren die ihnen von ihren Kunden anvertrauten Gelder überwiegend langfristig. Anlagemanagements dieser Investorengruppen treffen ihre Investitionsentscheidungen, die meist durch gesetzliche oder eigene Anlagerichtlinien reglementiert werden, anhand von umfassenden Unternehmensanalysen.⁶⁹ Banken spielen für Investor Relations

⁶⁶ siehe Abschnitt 3.2.2.2.

⁶⁷ im Englischen auch „Buy-Side“ genannt

⁶⁸ Vgl. Täubert: Unternehmenspublizität und Investor Relations, S. 75

⁶⁹ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 38

seit einiger Zeit nur noch eine untergeordnete Rolle. Sie bauen in den letzten Jahren zunehmend ihre Beteiligungen außerhalb ihres Kerngeschäftes ab und sind daher als langfristig orientierte Anleger kaum noch aktiv und somit als Zielgruppe von nur sehr geringem Interesse.⁷⁰ Da diese Investmentgesellschaften neben externen Analysten auch immer stärker eigene Research-Abteilungen für Analysen aufbauen, ist es für IR-Abteilungen immer wichtiger geworden, den Kontakt zu den Investmentgesellschaften zu intensivieren.⁷¹ Die großen Investoren⁷² haben immer stärker das Bedürfnis in direktem Informationsaustausch zu den Unternehmen zu stehen. Sie suchen neben dem Kontakt zu IR-Abteilungen auch das Gespräch mit dem Management des Unternehmens. Dieser Dialog gewährleistet den Investoren einen ungefilterten Informationsfluß über Unternehmensstrategie und -entwicklung, welcher für die Qualitätssicherung ihrer Investments von großer Bedeutung ist. Da der Wertsteigerungsdruck durch die große Anzahl von Fonds auf die einzelne Kapitalanlagegesellschaft immer stärker zunimmt, ist eine solche Qualitätssicherung umso bedeutender geworden.

3.2.2.3. Private Investoren

Unter der Bezeichnung private Investoren werden die bisher nicht erwähnten Anlegergruppen zusammengefaßt. Dies sind Anleger, die i.d.R. geringere Summen für Aktieninvestitionen zur Verfügung haben und deren Anlageentscheidungen weitaus weniger professionell getroffen werden als bei institutionellen Investoren.

Je nach Aktionärsstruktur der Gesellschaft muß dem privaten Investor unterschiedliche Beachtung beigemessen werden. Weil die privaten Investoren unter Kostengesichtspunkten die aufwendigste Zielgruppe darstellen, wird die IR-Arbeit in bezug auf diese Gruppe von den Unternehmen oftmals

⁷⁰ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 38

⁷¹ Vgl. Bittner: Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, S. 24

⁷² als große Investoren werden hier solche bezeichnet, die ein Anlagevolumen ab 50 Mrd. € verwalten

vernachlässigt. Dies ist häufig der Fall, wenn der Streubesitz⁷³ zu gering ist. Private Investoren dürfen jedoch von den IR-Abteilungen nicht vernachlässigt werden, da sie oftmals eine besondere Beziehung zu dem Unternehmen haben, was dazu führt, daß sie zu potentiell langfristigen Anlegern werden können. Diese Beziehung kann durch eine gute Anlageerfahrung in der Vergangenheit, d.h. Wertsteigerung, Mitarbeiterbeteiligungsprogramme oder Einblicke in das Unternehmen durch nahestehende Personen, die dort arbeiten, entstehen. Durch die Erbgeneration, auf die in den kommenden Jahren beträchtliche Vermögenswerte übertragen werden, entsteht ebenfalls eine Gruppe, die als Investoren in Betracht kommen. Diese Generation zeichnet sich durch eine höhere Risikobereitschaft aus, da sie die Zeiten der Währungsreformen nicht erlebt hat. Ihre Bereitschaft, in Aktien zu investieren wird tendenziell höher sein, als die der Elterngeneration, da die private Altersvorsorge an Bedeutung gewinnt und Aktien zunehmend als Anlagemöglichkeit zur Altersvorsorge wahrgenommen werden.⁷⁴

Private Investoren bleiben erfahrungsgemäß auch in Krisenzeiten dem Unternehmen treu. Sie halten ihre Aktien und bringen den Kurs durch Verkäufe ihrer Anteile nicht noch zusätzlich unter Druck.⁷⁵

Die Kontaktaufnahme mit dem einzelnen privaten Investor hat sich für die AGs in den letzten Jahren vereinfacht. Durch die Umstellung von Inhaber auf Namensaktien, die viel Unternehmen vorgenommen haben, besitzt die Gesellschaft durch den Einblick in das Aktienbuch eine Übersicht über ihre Aktionäre. In diesem Aktienbuch sind persönliche Informationen über den Aktionär enthalten, so daß die AG mit ihm direkt in Kontakt treten kann.

Bei der Kommunikation mit den privaten Investoren ist von Seiten der IR-Manager insbesondere auf die Aufbereitung der Informationen zu achten. Die meisten privaten Investoren verfügen über ein wesentlich geringeres Fachwissen als beispielsweise die institutionellen Investoren. In der Aufbereitung der Informationen ist daher auf diese Belange einzugehen.

⁷³ Streubesitz: im Umlauf befindliche Aktien, die nicht von Großaktionären gehalten werden.

⁷⁴ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 43

3.3. Die klassischen IR-Instrumente

3.3.1. Pflichtmaßnahmen

Eine gewisse Anzahl von IR-Instrumenten werden als sogenannte Pflichtmaßnahmen bezeichnet. Sie werden bedingt durch Publizitätsvorschriften, die ihre Grundlage in verschiedenen Gesetzen finden. Hierbei sind das Aktien- (AktG), Börsen- (BörsG), Verkaufsprospekt- (VerkProspG), Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), das Handelsgesetzbuch (HGB) und die Börsenzulassungsverordnung (BörsZulV) zu nennen. Weitere Anforderungen können durch die AG in ihrer Satzung zusätzlich erlassen werden.⁷⁶ Die Beachtung dieser Vorschriften ist für die betroffenen Unternehmen von großer Bedeutung, weil eine Nichteinhaltung negative Auswirkungen, wie z.B. die Verhängung von Zwangs- oder Bußgeldern, haben kann.⁷⁷ Die gesetzlichen Regelungen stellen Mindestanforderungen dar, die von den Unternehmen erfüllt werden müssen. Sie haben jedoch Gestaltungsmöglichkeiten in der Aufbereitung der gesetzlichen Regelungen, d.h. in Art und Weise der Umsetzung sowie dem inhaltlichen Gehalt.⁷⁸

Folgende Pflichtmaßnahmen hat eine börsennotierten Aktiengesellschaften zu erfüllen:

1. Veröffentlichungspflichten bei der Zulassung zum Handel

Aktiengesellschaften haben vor der Zulassung zum Handel die Pflicht ein Verkaufsprospekt zu erstellen. Die Anforderungen daran sind den §§ 36 (1) und 72 (2) BörsG, § 13 ff. BörsZulV und § 9 ff. VerkProspG zu entnehmen.

⁷⁵ Vgl. ebenda, S. 42

⁷⁶ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 45

⁷⁷ Vgl. § 90 (1) Nr. 5 und (4) BörsG, § 334 (1) Nr. 5 HGB, § 335 Nr. 6 HGB, § 71 BörsZulV.

⁷⁸ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 45

2. Regelmäßige Unternehmenspublizität

Für börsennotierte Aktiengesellschaften gelten verschiedene Veröffentlichungspflichten. Je nach Börsensegment, in dem die Aktie gehandelt wird, gelten unterschiedliche Publizitätspflichten innerhalb eines Geschäftsjahres. Diese können neben dem Jahresabschluß z.B. auch Halbjahres- oder Quartalsberichte beinhalten. Entsprechende Anforderungen stellt hier z.B. der amtliche Handel, der nach § 44 (1) BörsG mindestens die Veröffentlichung eines Zwischenberichtes fordert.

Für fast alle börsennotierten Aktiengesellschaften gilt der § 325 HGB, der die Bekanntmachung des Jahresabschlusses für Kapitalgesellschaften regelt. Die einzelnen Absätze dieses Paragraphen regeln die allgemeinen Bestimmungen, so wie die Bestimmungen für große Kapitalgesellschaften, die ihre Abschlüsse im Bundesanzeiger zu veröffentlichen haben.

Über die Gesetzesgrundlage hinaus ist es üblich, den Jahresabschluß in Form eines Geschäftsberichtes zu erstellen und diesen den Aktionären und interessierten Investoren zugänglich zu machen. Die Mindestanforderungen, die es bei der Erstellung des Geschäftsberichtes einzuhalten gilt, werden im § 328 HGB entsprechend geregelt.

3. Hauptversammlung

Nach Bekanntmachung des Jahresabschlusses erfolgt die ebenfalls jährlich stattfindende Versammlung der Aktionäre, die Hauptversammlung. Die Einberufung der Hauptversammlung ist gemäß § 124 (3) und § 25 AktG⁷⁹ öffentlich bekannt zu machen. Neben dem Termin und dem Ort müssen aus der Einberufung auch die Tagesordnungspunkte⁸⁰ hervorgehen. Diese Vorschrift ist zwingend, da die Hauptversammlung Beschlüsse faßt, die für die Aktionäre und das Unternehmen von Bedeutung sind. Dem Aktionär soll

⁷⁹ Nach § 25 AktG ist das der Bundesanzeiger und ggf. weitere durch die Satzung der AG festgelegte Medien

⁸⁰ Siehe § 124 AktG

damit auch ermöglicht werden, begründete Gegenanträge⁸¹ vor dem Versammlungstermin einzureichen, über die auf der Hauptversammlung abgestimmt werden soll. Entsprechende Unterlagen zur Hauptversammlung, die alle zuvor genannten Informationen enthalten, sind den Aktionären gemäß § 125 AktG zuzusenden. In der Art und Weise der Aufbereitung kann hier im Vorfeld der Hauptversammlung bereits aktive IR-Arbeit geleistet werden.

4. Ad-hoc-Meldungen

Wichtige Informationen, die das Unternehmens betreffen und den Börsenkurs dieser Gesellschaft maßgeblich beeinflussen können, müssen seit der Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes unverzüglich veröffentlicht werden. Diese Regelungen sind im § 15 WpHG enthalten, der für alle zum Börsenhandel in Deutschland zugelassenen Unternehmen gilt. Die Auswahl der zu veröffentlichenden Informationen kann für die Unternehmen Probleme mit sich bringen. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel hat hierzu Hinweise herausgegeben, die für die Gesellschaften eine Orientierungshilfe darstellen bzgl. der Frage, wann Ad-hoc-Meldungen vorzunehmen sind.⁸² Im zweiten Absatz des § 15 WpHG sind Verpflichtungen und Vorgehensweisen bei der Veröffentlichung geregelt, z.B. welche Aufsichtsbehörden in welcher Form zu informieren sind. Die mediale Verbreitung der Ad-hoc-Meldungen kann das Unternehmen selbst wählen und tätigen. Zu beachten sind in diesem Zusammenhang die durch die Satzung festgelegten Börsenpflichtblätter.⁸³

⁸¹ Siehe § 126 AktG

⁸² Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 49

⁸³ die Verbreitung der Ad-hoc-Meldungen kann auch als eine entgeltliche Dienstleistung an die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH vergeben werden

5. Pflichtanzeigen

Für Aktiengesellschaften gibt es noch eine Reihe weiterer Pflichtanzeigen, die die Unternehmen zu beachten haben. Einige der wichtigsten Bekanntmachungen sind nachfolgend mit Angabe ihrer Rechtsgrundlage aufgeführt:

- Anteilsbesitze durch andere Unternehmen, § 20 (6) AktG
- Eintragung in das Handelsregister (HR), § 40 AktG
- Errichtung von Zweitniederlassungen, §§ 42 u. 43 AktG
- Änderungen im Aufsichtsrat, § 106 AktG
- Kapitalerhöhungen, § 190 AktG
- Beschluß über bedingte Kapitalerhöhung, § 196 AktG
- Höhe der Dividende, Ausgabe von neuen Aktien, Umtausch-, Bezugs und Zeichnungsrechten, § 66 BörsZuIV
- Stimmrechtsbesitz an einer AG, §§ 25, 26 u. 41 WpHG,

3.3.2. Freiwillige Maßnahmen

Als freiwillige Maßnahmen werden jene Maßnahmen bezeichnet, die über die gesetzlichen und satzungsrechtlichen Vorschriften hinausgehen. Durch die freiwilligen Maßnahmen, die unreglementiert in der individuellen Ausgestaltung sind, kann Investor Relations die zielgruppengerechte Ansprache besser steuern und sich von anderen Gesellschaften abheben. Den IR-Abteilungen bieten sich dabei grundsätzlich viele Möglichkeiten, an die Zielgruppen heranzutreten. Bei der Ansprache der Adressaten ist zwischen allgemeinen und spezifischen IR-Instrumenten zu unterscheiden. Die allgemeinen IR-Instrumente richten sich grundsätzlich an alle Zielgruppen von Investor Relations, während die spezifischen nur für eine bestimmte Gruppe anzuwenden sind.

3.3.2.1. Allgemeine freiwillige IR-Maßnahmen

1. Pressearbeit

Durch Herausgabe von Pressemitteilungen seitens des Unternehmens können Informationen der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden. Der Vorteil bei dieser Art der Informationsverbreitung liegt darin, daß Aufwand und Kosten sehr gut kalkulierbar sind und dennoch ein großes und, wenn gewollt, auch spezielles Publikum angesprochen werden kann.⁸⁴ Auf diesem Wege erhält die IR-Abteilung zusätzlich die Möglichkeit, potentielle Investoren auf das Unternehmen aufmerksam zu machen. Der Nachteil dieser Informationsdistribution liegt in der mangelnden Einflußnahme auf den zu veröffentlichen Text. Ein guter Kontakt zu Journalisten ist daher für jedes Unternehmen sehr wichtig, damit die Informationen unverfälscht in Umlauf gelangen.⁸⁵

2. Direkte Informationsverbreitung

Unter der direkten Informationsverbreitung werden alle Kommunikationsarten verstanden, die sich direkt an den Investor wenden. Dies kann in Form eines persönlichen Gespräches oder aber schriftlich erfolgen. Persönliche Gespräche können auf Veranstaltungen, Diskussionsrunden oder Anlegermessen stattfinden. Der schriftliche Kontakt dagegen ist weniger veranstaltungsgebunden. Hier gibt es die Möglichkeit, die Aktionärsbriefe per Post oder in Form von Newslettern per E-mail zu versenden. Viele Unternehmen machen außerdem davon Gebrauch, eine Investor Relations-Rubrik auf ihrer Homepage im Internet einzurichten. Dort kann sich der interessierte Anleger sämtliche bereitgestellten Informationen über das Unternehmen, dessen Geschäftsentwicklung sowie den Aktienkurs ansehen und herunterladen.

⁸⁴ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 49

⁸⁵ Vgl. Täubert: Unternehmenspublizität und Investor Relations, S. 126

3. Geschäfts- und Zwischenberichte

Geschäfts- und Zwischenberichte sind bereits unter den Pflichtmaßnahmen genannt worden. Die Ausgestaltung der Berichte ist jedoch als freiwillige Maßnahme anzusehen. Die Geschäftsberichte sind in gedruckter Form zu veröffentlichen. Dies kann entweder in ausführlicher Form oder als Kurzbericht erfolgen. Aus Kosten- und Informationsaspekten sollte der ausführliche Bericht für die kleinere Anzahl der institutionellen Investoren und der Kurzbericht für die breite Menge der Kleinaktionäre bestimmt sein. Die Ausgestaltung der Geschäftsberichte bezieht sich auf das Design und den Informationsgehalt. Das Design, d.h. die Wahl des Papiers und des Layouts, sollte dem Corporate Design des Unternehmens entsprechen, um so ein einheitliches Unternehmensbild darzustellen. Den weitaus wichtigeren Teil stellt jedoch der Inhalt des Berichtes dar. Hier muß der Investor eine detaillierte und umfangreiche Darstellung der Unternehmensentwicklung und -aktivitäten erhalten.

Ein Geschäftsbericht sollte daher folgende Punkte enthalten:⁸⁶

- a. Detaillierte Segmentberichterstattung
- b. Entwicklung der Aktie
- c. Ableitung des DVFA-Ergebnisses oder vergleichbarer Kennzahlen
- d. Berichterstattung über IR und Shareholder Value
- e. Bericht des Aufsichtsrates
- f. Entwicklung des Anlagevermögens
- g. Kapitalflußrechnung
- h. Mehrjahresvergleich (mind. 5 Jahre) der wichtigsten Unternehmenskennzahlen
- i. Detaillierter Beteiligungsüberblick
- j. Finanzkalender und Ansprechpartner aus den Bereichen IR und PR

Neben der Veröffentlichung des Berichtes in deutscher Sprache ist es aufgrund der globalen Ausrichtung der Finanzmärkte selbstverständlich,

⁸⁶ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 52

auch eine englische Version des Geschäftsberichtes zur Verfügung zu stellen.

Der Zwischenbericht, der auch Quartalsbericht genannt wird, ist je nach Börsenhandelssegment veröffentlichungspflichtig. Er soll einen unterjährigen Einblick in die Entwicklung von Umsatz, Ertrag, Auftragseingängen und Mitarbeiterzahl der einzelnen Unternehmenssparten geben. Für Analysten und Investoren ist darüber hinaus auch der Unternehmensausblick für die nächsten Monate von besonderem Interesse. Die Publikation des Zwischenberichtes sollte mit den Mitteln der direkten Informationsverbreitung⁸⁷ den Zielgruppen zugänglich gemacht werden.

4. Finanzkalender

Zur Verdeutlichung der Unternehmensaktivitäten im Bereich Investor Relations können Unternehmen des weiteren einen Finanzkalender herausgeben. Dieser enthält alle wichtigen Termine, die für den Aktionär von Interesse sind, wie z.B. Hauptversammlung, Veröffentlichung von Quartalsberichten, Bilanzpressekonferenz und Analystenkonferenzen. Es bietet sich an, diesen im Geschäftsbericht und im Internetauftritt des Unternehmens zu veröffentlichen.⁸⁸

5. TV-Interviews

Das Fernsehen bietet für Investor Relations ebenfalls eine interessante Plattform, um Investoren und potentielle Anleger über das Unternehmen zu informieren. Besonders die Spartenkanäle wie *N-TV*, *N 24* verfügen über eine ausführliche Börsenberichterstattung mit Live-Schaltungen und Anlegermagazinen. In diesem Rahmen kann sich das Unternehmen gerade zu aktuellen Unternehmensvorgängen einem großen und interessierten Publikum präsentieren.

⁸⁷ Siehe Abschnitt 3.3.2.1 Nr. 2, direkte Informationsverbreitung

⁸⁸ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 54

3.3.2.2. Freiwillige IR-Maßnahmen für private Investoren

1. Informationspakete für Privataktionäre

Die Versendung von Informationspaketen bietet sich für IR-Abteilungen an, wenn von Aktionären oder Interessierten Informationen über das Unternehmen angefordert werden. Der Anfragende kann so über sein Anliegen hinaus über Dinge wie Aktienkursentwicklung, Pressemeldungen, Analystenmeinungen, IR-Ansprechpartner, öffentliche Unternehmenspräsentationen, Kursabfragedienste, u.ä. informiert werden. Das Interesse am Unternehmen sowie die Bindung an die Gesellschaft können durch eine solche Maßnahmen gesteigert werden.

2. Unternehmenspräsentationen

Für Unternehmen bietet sich zusätzlich die Möglichkeit, sich auf öffentlichen Veranstaltungen zu präsentieren. Einen entsprechenden Rahmen dafür können Anlegermessen, wie die Internationale Anleger Messe in Düsseldorf, oder Anlegerveranstaltungen, die z.B. von Banken veranstaltet werden, bieten.⁸⁹

3. Finanzanzeigen

Finanzanzeigen können je nach Größe und Veröffentlichungsmedium eine sehr teure IR-Maßnahme darstellen. Dieses Mittel ist daher mit Bedacht zu wählen. Der interessante Aspekt bei diesem Medium ist die Möglichkeit, durch Wahl der Zeitung, den Erscheinungstermin und die Ansprache von potentiellen Investoren gut auf die Zielgruppen eingehen zu können.⁹⁰ Finanzanzeigen können auch als ganze Broschüren in Form von Zeitungsbeilagen veröffentlicht werden

⁸⁹ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 55

⁹⁰ Vgl. Täubert: Unternehmenspublizität und Investor Relations, S. 125-126

4. Informationen für Mitarbeiter

Dieses Instrument betrifft die Aktionäre, die durch Mitarbeiterprogramme Anteilseigner geworden sind. Diese Gruppe ist, nur weil sie intern zuzurechnen ist, nicht von IR-Maßnahmen auszuschließen. Hier kann sich die IR-Abteilung der internen Publikationsmedien bedienen, wie z.B. Hauszeitung, Rundschreiben, Schwarze Bretter, damit die Informationen der Zielgruppe zugänglich gemacht werden.

3.3.2.3. Freiwillige IR-Maßnahmen für institutionelle Investoren

1. Analystengespräche

Analystengespräche sind eine Form der persönlichen Kommunikation, die von den IR-Managern und Vorstandsmitgliedern mit den Investoren geführt werden. Der IR-Manager hat dabei die Aufgabe der Kontaktaufnahme zum Investor und dessen Versorgung mit ersten Informationen. Die Analystengespräche können in Form von Einzelgesprächen, sogenannten „One-on-One-Meetings“, die sich im angloamerikanischen Raum großer Beliebtheit erfreuen, oder Analystenkonferenzen erfolgen.⁹¹ Analystenkonferenzen sollten mindestens einmal jährlich stattfinden, damit ein effektiver Informationsaustausch stattfinden kann. Bei besonderen unterjährigen Ereignissen, wie z.B. Fusionen oder Börsengängen, bietet es sich sogar an, weitere Informationsveranstaltungen, etwa in Form von Roadshows⁹², zu initiieren. Diese Zusammenkünfte müssen nicht immer persönlich erfolgen, sondern können teilweise auch als Telefon- oder Videokonferenzen abgehalten werden.

⁹¹ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 57

⁹² Roadshow: viele, nacheinander stattfindende Investoren- / Analystenkonferenzen, die an vielen verschiedenen Orten stattfinden, z.B. in den Heimatländern der Investoren

2. Investorenhandbuch

Das Investorenhandbuch ist eine Zusammenstellung von Unternehmensdaten, wie die Beschreibung von Produkten und Märkten, Aussagen über die Unternehmensstrategie und wichtige Unternehmenskennzahlen, die vor Analystengesprächen mit dem Management ausgegeben werden. Diese Basisinformationen im Vorab sollen dazu dienen, die Gesprächszeit so effektiv wie möglich zu gestalten.⁹³

3.4. Investor Relations und Shareholder Value

Investor Relations und der Shareholder-Value-Gedanke liegen eng beieinander und verfolgen das Ziel der adäquaten Eigenkapitalbewertung. Das Shareholder-Value-Konzept⁹⁴ geht auf Alfred Rappaport zurück. Dieser Ansatz bezeichnet ein Unternehmensführungskonzept, das auf die Wertmaximierung des Marktwertes des Eigenkapitals ausgerichtet ist. Die Nutzenmaximierung der Anteilseigner steht hier im Vordergrund des unternehmerischen Handelns.⁹⁵

Der Shareholder Value eines Unternehmens errechnet sich durch die Aggregation der zukünftigen erwarteten diskontierten Cash-Flows⁹⁶ aller strategischen Geschäftseinheiten und Portfoliounternehmen. Als Steuerungs- und Kontrollkennzahl für die Unternehmensführung dient, neben den Renditevorgaben der einzelnen Geschäftssparten, der Cash-Flow. Er eignet sich nach Rappaport besser als Kennzahl als der ROI (*Return on Investment*) oder der ROE (*Return on Equity*), da er frei von buchhalterischen Bewertungsspielräumen, wie Abschreibungen oder Periodisierungen, ist.⁹⁷ Durch die Anwendung des ROI oder des ROE als Steuerungskennzahl wird eine Maximierung des Unternehmenswertes nicht unbedingt stattfinden. Dies

⁹³ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 57-58

⁹⁴ Rappaport veröffentlichte seine Ausführungen dazu 1986 in dem Buch „Creating Shareholder Value. The new Standard for Business Performance“.

⁹⁵ Vgl. Betsch / Groh / Lohmann: Corporate Finance, S. 236

⁹⁶ Kurzdefinition: Der Cash-Flow ist der Jahresüberschuß / -fehlbetrag zzgl. sämtlicher nicht liquiditätswirksamen Aufwendungen. Nicht liquiditätswirksame Erträge werden abgezogen.

zeigt sich am Beispiel der Abschöpfungsstrategie, die ein Unternehmen gewählt hat. Bei dieser Strategie werden die vorhandenen Produkte nur noch abverkauft. Investitionen in Forschung und Entwicklung oder Marketing finden kaum noch statt. Das führt durch die geringeren Aufwendungen kurzfristig zu einem hohen ROI, aber langfristig zu einem geringen Unternehmenswert.⁹⁸

Der Shareholder-Value-Ansatz, der inzwischen von den meisten deutschen Großunternehmen angewendet wird, verfolgt das Ziel einer adäquaten Eigenkapitalbewertung durch die Diskontierung der prognostizierten Cash-Flows.⁹⁹ Genau dieses Ziel verfolgt auch Investor Relations über die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt. Durch die ausführliche Information der Financial Community über die zukünftigen Ertragspotenziale der Unternehmung will IR eine eventuell vorhandene Wertlücke zwischen geschätzten Unternehmenswert und Marktwert schließen.¹⁰⁰ Das Shareholder-Value-Konzept und Investor Relations verfolgen jeweils das Ziel der angemessenen Eigenkapitalbewertung.¹⁰¹ Eine intensive Zusammenarbeit zwischen Unternehmensführung und IR-Abteilung sollte aufgrund der Zielkongruenz einen sehr hohen Stellenwert haben. Nur auf diesem Weg können die Strategien des Managements dem Kapitalmarkt erfolgreich vermittelt werden. Gleichzeitig erhält die Unternehmensführung durch den Dialog mit der Financial Community ein Feedback über die gewählten Strategien, das sich nicht nur in der Entwicklung des Aktienkurses ausdrückt. Investor Relations ist daher in jedem wertorientiert geführten Unternehmen unerlässlich.

3.5. Die Bedeutung von Investor Relations

Die Bedeutung von Investor Relations hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Beobachtet werden konnte dies am Aktienmarkt im Zeitraum von

⁹⁷ Vgl. Bea / Haas: Strategisches Management, S. 76-77

⁹⁸ Vgl. ebenda

⁹⁹ Vgl. Täubert: Unternehmenspublizität und Investor Relations, S. 26

¹⁰⁰ Vgl. Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.): Investor Relations – Professionelle Kapitalmarktkommunikation, S. 29

¹⁰¹ Vgl. Täubert: Unternehmenspublizität und Investor Relations, S. 28

1995 bis heute, wo eine starke Hausse¹⁰² von einer ebenso starken Baisse¹⁰³ abgelöst worden ist. In der Zeit der Hausse drängten viele junge, wachstumsstarke Unternehmen durch IPO`s an die Börse, vor allem an den Neuen Markt. Große, etablierte Unternehmen machten in dieser Zeit durch Fusionen oder Übernahmen von sich Reden, die im Falle der Übernahmen oftmals mit Aktien bezahlt wurden. Auch die großen Privatisierungen der Deutschen Telekom und der Deutschen Post fielen in diesen Zeitraum.

Diese Unternehmen konkurrierten miteinander, da sie alle versuchten ihre Aktien unter der Erschließung neuer Investorenkreise an der Börse unterzubringen. Durch die Vielzahl der Investitionsmöglichkeiten war es von besonderer Bedeutung, die Anleger auf das eigene Unternehmen aufmerksam zu machen.¹⁰⁴ Es war wichtiger denn je geworden, der Financial Community die Strategie und die Wertsteigerungsmöglichkeiten des Unternehmens ausführlich zu erläutern. Die Aktie ist zum Produkt geworden, das es zu vermarkten galt. In diesem Zusammenhang bauten die Unternehmen Investor-Relations-Abteilungen auf, die diese Aufgabe erfüllen sollten. Investoren und potentielle Anleger wurden durch die bereits vorgestellten Kommunikationswege über die Entwicklung der Gesellschaft informiert.

In den Zeiten der starken Baisse, die im Jahr 2000 einsetzte, sah sich Investor Relations plötzlich mit einer etwas anderen Seite ihrer Tätigkeit konfrontiert. Dies heißt nicht, daß IR weniger wichtig geworden ist. Vielmehr galt es nun, durch aktive Kommunikation dem Investor zu verdeutlichen, daß das Unternehmen weiterhin Wertsteigerungspotential aufweist, obwohl sich der Aktienkurs nach unten entwickelt hat. Die Unternehmenstransparenz hat extrem an Bedeutung gewonnen, damit der Anleger seine Aktien nicht vorschnell verkauft und den Kurs dadurch noch zusätzlich unter Druck bringt. Diese schwierigen Zeiten boten aber auch die Möglichkeit, durch eine qualitativ und quantitativ gute Informationsversorgung der Investoren eine Basis zu schaffen, die es möglich macht, bei einem Anhalten der schlechten wirtschaftlichen Lage neues Kapital zu angemessenen Bedingungen aufzunehmen.

¹⁰² Hausse bezeichnet einen Kapitalmarkt, der sich in einem stetigen Aufwärtstrend befindet.

¹⁰³ Baisse ist das Gegenteil der Hausse und bezeichnet einen Kapitalmarkt, der sich in einem stetigen Abwärtstrend befindet

Dies zeigt, daß Investor Relations neben der Senkung der Kapitalkosten durch Erhöhung der Unternehmenstransparenz auch die Kapitalbeschaffung erleichtern kann.¹⁰⁵ In Zeiten des konjunkturellen Abschwungs kann es für Unternehmen u.U. überlebenswichtig sein, einen guten Zugang zum Kapitalmarkt zu besitzen. Für gute Investor Relations ist es daher wichtig, einen ständigen Dialog mit den Investoren zu führen.¹⁰⁶ Die Einbindung der Unternehmensführung in diesen Dialog sowie der Zugang zu allen bedeutenden Unternehmensdaten und -vorgängen sollte für IR-Abteilungen selbstverständlich sein. Nur so kann das Unternehmen mit einer Stimme sprechen und die nötige Glaubwürdigkeit bei den Investoren genießen.

¹⁰⁴ Vgl. Täubert: Unternehmenspublizität und Investor Relations, S. 29

¹⁰⁵ Vgl. Droste: Praktiker-Handbuch Investor Relations, S. 11

¹⁰⁶ Vgl. ebenda, S. 32

4. Die Wandelanleihe als Finanzierungs- und Investor-Relations-Instrument in der Praxis

4.1. Prüfkriterien für Praxisbeispiele

In den folgenden Abschnitten wird anhand von zwei Praxisbeispielen der Einsatz von Wandelanleihen als Finanzierungs- und Investor-Relations-Instrument dargestellt. Anhand einer Kurzdarstellung der ausgewählten Unternehmen und der Kapitalmarktgegebenheiten, die zum Zeitpunkt der Emission herrschten, soll aufgezeigt werden, warum die betreffenden Unternehmen diese Finanzierungsform gewählt haben.

Im Vordergrund der Erläuterungen soll die Wandelanleihe als Investor-Relations-Instrument stehen. Hierzu werden die emittierten Wandelanleihen der zwei Unternehmen anhand einer Auswahl gegebener Rahmendaten sowie gewisser Unternehmensvoraussetzungen verglichen und gezeigt, wie sich die Wandelanleihe auch als Investor-Relations-Instrument nutzen lässt. Die Rahmendaten sind den jeweiligen Praxisbeispielen zu entnehmen. Ein wichtiger Aspekt dabei ist, die Gewinnung von potentiellen Investoren als zukünftige Aktionäre. Die Wandelschuldverschreibung bietet durch ihre Charakteristika Möglichkeiten, diese genannten Investorenkreise zu akquirieren und eine Beziehung zu ihnen aufzubauen. Die Wandelanleihe wird hier keine Stellung einnehmen, die von den bekannten und vorgestellten Investor-Relations-Instrumenten losgelöst ist. Sie wird vielmehr in die Gesamtaktivitäten der Investor Relations des Unternehmens eingebunden.

Als Beispiele dienen die Wandelanleihen des Halbleiter-Herstellers Infineon Technologies AG aus dem Jahr 2002 und die des Medien-Unternehmens EM.TV & Merchandising aus dem Jahr 2000. Die Beispiele sollen auf der einen Seite zeigen, welche Möglichkeiten die Wandelanleihe als Investor-Relations-Instrument bietet. Auf der anderen Seite sollen sie aber auch die Risiken verdeutlichen, die dieses Instrument beinhalten kann.

4.2 Praxisbeispiel 1: Infineon Technologies AG

4.2.1 Unternehmensdarstellung Infineon Technologies AG

Das Unternehmen Infineon Technologies AG ist 1999 gegründet worden und führt die ehemalige Halbleitersparte des Siemens-Konzerns fort. Die Aktie ist seit dem 13.03.2000 börsennotiert und wurde im selben Jahr in den bedeutendsten deutschen Auswahlindex DAX der deutschen Börse AG aufgenommen. Infineon generiert seine Umsätze in den Geschäftsfeldern Kommunikationselektronik, Automobil- und Industrieelektronik sowie Speicherchips (DRAMs). Das Geschäftsfeld Speicherchips hatte im Jahr 2002 den größten Umsatzanteil zu verzeichnen. Der Markt für Speicherchips hat sich ab dem Jahr 2000 schlecht entwickelt. Die Verkaufspreise für DRAMs sind unter die Herstellkosten gesunken, d.h. der größte Umsatzträger der Infineon Technologies AG ist zu einem Zuschußgeschäft geworden. Der Infineon-Konzern hat seine Geschäftsjahre zum 30. September 2001 und 2002 mit Verlusten von 591 Mio. € bzw. 1.021 Mio. € abgeschlossen. Da bereits 2001 keine Besserung des DRAM-Marktes abzusehen war, benötigte Infineon Kapital. Dieses sollte durch ein internes Einsparkonzept und die Ausgabe einer Wandelanleihe beschafft werden, damit die Liquidität des Unternehmens in dieser Situation nicht gefährdet wird.

4.2.2. Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt im Jahre 2002

Die Infineon Technologies Holding B.V. als Tochtergesellschaft mit Sitz in den Niederlanden hat für die deutsche Konzernmutter, die Infineon Technologies AG, im Februar 2002 eine Wandelanleihe begeben. Die Anleihe kann während des Wandlungszeitraums vom 18.03.2002 – 23.01.2007 in Aktien der Infineon Technologies AG konvertiert werden. Der Emissionserlös ist über einen Darlehensvertrag der deutschen Konzernmutter zugeflossen. Die Betrachtung dieser konzerninternen Konstruktion ist für den weiteren Sachverhalt jedoch ohne Bedeutung.

Die Wandelanleihe der Infineon Technologies¹⁰⁷ weist folgende Eckdaten:

WKN:	829919
Bezugsrecht:	Nein
Emittent:	Infineon Technologies Holding B.V.
Emissionsvolumen:	1.000.000.000 €
Nennbetrag:	50.000 €
Kupon:	4,25 %
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Zinszahlung:	jährlich
Laufzeit:	06.02.2002 – 06.02.2007
Underlying:	Infineon Technologies AG
Wandlungsverhältnis:	1.411,2334 Aktien
Wandlungspreis:	35,43 €
Aktienkurs am Emissionstag:	23,10 €
Wandlungszeitraum:	18.03.2002 – 23.01.2007
Emissionskonsortium:	Goldman Sachs (Konsortialführer), ABN AMRO Rothschild, Banc of America Sec., Barclays Capital, Bayern LB, Commerzbank Sec.

Die Wandelanleihe als externe Finanzierungsform bot sich für Infineon aufgrund der schlechten Kapitalmarktverfassung an. Eine Mittelbeschaffung über Bankkredite oder die Emission einer Anleihe ohne Zusatzrechte hätte für Infineon eine höhere Zinslast als die 4,25 % der Wandelanleihe bedeutet, da die Umlaufrendite¹⁰⁸ zum Emissionszeitpunkt der Wandelanleihe zwischen 4,75% - 5% lag. Dies wäre die Mindestrendite, die einem Gläubiger zu diesem Zeitpunkt hätte zugestanden werden müssen. Aufgrund der kurzfristigen Geschäftsentwicklung hätte den Investoren noch ein zusätzlicher Renditeaufschlag gewährt werden müssen. Die Zinsbelastung für Infineon hätte so auf jeden Fall über den 4,25% der Wandelanleihe gelegen, was die liquiditätsanzeigende Kennziffer des Cash-Flows weiter gedrückt hätte.

Der Weg über eine Kapitalerhöhung durch die Ausgabe neuer Aktien hätte für das Unternehmen ähnliche Auswirkungen gehabt. Der Aktienkurs von Infineon

¹⁰⁷ Vgl. Emissionsprospekt Infineon Technologies AG: 4,25% Wandelschuldverschreibung 2002 / 2007

¹⁰⁸ Umlaufrendite: Die Umlaufrendite wird aus den Renditen von umlaufenden, also gehandelten, Anleihen ermittelt. Die durchschnittliche Umlaufrendite als Kennzahl der Renditeveränderungen am Kapitalmarkt wird z.B. aus den Renditen umlaufender Anleihen zwischen 3,5 und 10 Jahren ermittelt.

lag während des Ausgabezeitraumes der Wandelanleihe zwischen 23 € - 27 €. Damit die neuen Aktien für Investoren attraktiv sind, hätte ein Abschlag gegenüber dem Börsenkurs vorgenommen werden müssen. Der Kurs läge damit erheblich unter dem Wandlungspreis der Anleihe von 35,43 €. Die Folge wäre, daß durch die Kapitalerhöhung eine wesentlich höhere Stückzahl an Aktien in den Umlauf hätte gebracht werden müssen als durch die Emission der Wandelanleihe, damit der gleiche Emissionserlös erzielt wird. Daher wäre die Verwässerung für die Altaktionäre durch eine Kapitalerhöhung ungleich höher als durch die Emission einer Wandelanleihe.

Unter diesen Bedingungen stellt sich die Wandelanleihe somit als günstiges Finanzierungsinstrument dar. Der Zinssatz wird durch das gewährte Wandlungsrecht niedrig gehalten und die Ausgabe neuer Aktien zu einem höheren Kurs in die Zukunft verschoben. Ein positiver Nebeneffekt entsteht für die Investoren und das Unternehmen in der steuerlichen Behandlung des Zinsaufwandes. Der für die Anleihe zu zahlende Zins stellt im Steuerrecht einen Aufwand dar, der sich erfolgswirksam niederschlägt, d.h. die Steuerbemessungsgrundlage und damit die Steuerlast wird gesenkt. Für das Unternehmen, die Anleihegläubiger und die Altaktionäre bietet das folgende Vorteile: Die Anleihegläubiger und potentiellen Aktionäre erhalten auf ihre Investition eine Rendite, die nicht gewinnabhängig ist. Dies ist besonders interessant, wenn das Unternehmen Verlust schreibt. In dieser Situation werden die Fremdkapitalzinsen bedient, während der Aktionär i.d.R. keine Verzinsung in Form einer Dividende erhält.

4.3 Praxisbeispiel 2: EM.TV & Merchandising AG

4.3.1. Unternehmensportrait EM.TV & Merchandising AG

Das Medienunternehmen EM.TV & Merchandising AG (im folgenden nur EM.TV genannt) ist 1989 von Thomas Haffa gegründet worden. Die Kerngeschäftsfelder umfassen den internationalen Handel mit TV-Rechten, die Vermarktung von Merchandisingrechten und Events sowie die Produktion von Kinder- und Familienprogrammen. Das Unternehmen ist seit 1997 börsennotiert

und bis 2003 im Auswahlindex NEMAX 50 des Neuen Marktes der Deutschen Börse AG vertreten gewesen.¹⁰⁹ Die Geschäftsentwicklung des Unternehmens gestaltete sich bis zum Jahr 2000 positiv. Der Börsenkurs der Aktie stieg seit dem Börsengang im Zuge der Euphorie am Neuen Markt um mehrere 1000%. EM.TV expandierte in dieser Zeit sehr stark, besonders durch Zukäufe von Beteiligungen an anderen Medienunternehmen. Die Gesellschaft benötigte für diese Akquisitionen Bargeld, da sich diese nicht alle vollständig mit Aktien als Akquisitionswährung bezahlen ließen. Im Februar 2000 emittierte EM.TV eine Wandelanleihe über 400 Mio. € zur Kapitalbeschaffung für weitere Zukäufe. In diesem Jahr erwarb EM.TV die Jim Henson Company zu 100% und eine Beteiligung an der Formel 1-Holding SLEC. Von diesem Zeitpunkt an verlief die Entwicklung des Unternehmens negativ. Das Unternehmen bekam durch den gesamtwirtschaftlichen Abschwung Probleme, die durch Zukäufe entstandenen finanziellen Belastungen zu bewältigen. EM.TV konnte sich daher, trotz positiver Gewinnprognosen, dem allgemeinen Abwärtstrend am Neuen Markt nicht entziehen. Im Oktober 2000 veröffentlichte EM.TV einen Verlust in Höhe von 1,3 Mrd. €, nachdem noch wenige Wochen zuvor ein dreistelliger Millionen Euro-Gewinn in Aussicht gestellt worden war. Der Aktienkurs fiel in der Zeit von Februar bis Dezember 2000 von 120 € auf unter 6 €. Bis heute hat es EM.TV nicht geschafft, wieder in die Gewinnzone zu gelangen. Seit 2000 hat das Unternehmen mehrere Krisen durchlebt. Es kam unter anderem zu einem Management- und Großaktionärswechsel, zu Prozessen von Kleinaktionären wegen Bilanz- und Aktienkursmanipulation und einer harten Sanierung, die das Unternehmen gesund schrumpfen soll. Die seinerzeit teuer erkauften Beteiligungen schreiben Verluste oder sind zum Teil wertlos geworden. Der Markt in dem sich EM.TV mit seinen Produkten und Dienstleistungen bewegt gestaltet sich ebenfalls schwierig. Die Hauptabnehmer, die im Bereich der Fernsehunterhaltung zu finden sind, leiden aufgrund der schwachen Wirtschaftslage unter sinkenden Werbeeinnahmen. Die sich daraus ergebenden Einsparungen wirken sich auf EM.TV als Zulieferer von Programminhalten durch Druck auf die Verkaufspreise unmittelbar aus. Die Unternehmens- sowie die Liquiditätslage bleiben bei EM.TV weiterhin

¹⁰⁹ Im Rahmen der Markt- und Indexumstrukturierungen der Deutschen Börse AG ist EM.TV derzeit im Auswahlindex SDAX des Marktsegmentes Prime Standard, dem höchsten Qualitätssegment der Deutschen Börse AG, vertreten.

angespannt, was durch den Aktienkurs, der zum Zeitpunkt der Entstehung dieser Arbeit unter 1 € notiert, noch unterstrichen wird.

4.3.2. Kapitalmarktgegebenheiten zum Emissionszeitpunkt

EM.TV hat seine Wandelanleihe im Februar 2000 begeben. Die Emission erfolgte zu einem Zeitpunkt an dem die Aktienmärkte sich auf ihrem Höhepunkt befanden. Unter Betrachtung des Aktienkurses, der sich in diesem Zeitraum bei 90,00 € bewegte, und der damaligen Verfassung des Aktienmarktes gab es für EM.TV auch eine gute Möglichkeit liquide Mittel über eine Kapitalerhöhung zu beschaffen. Anhand der Ausstattung der Wandelanleihe und die Größe der getätigten Akquisitionen lassen sich Rückschlüsse auf die Gründe der Wahl dieses Finanzierungsinstrumentes ziehen.

Die Wandelschuldverschreibung von EM.TV weist folgende Ausstattungsmerkmale¹¹⁰ auf:

WKN:	368284
Bezugsrecht:	ja
Emittent:	EM.TV & Merchandising AG
Emissionsvolumen:	400.000.000 €
Nennbetrag:	1.000 €
Kupon:	4,00 %
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	117,251 %
Zinszahlung:	jährlich
Laufzeit:	16.02.2000 – 16.02.2005
Underlying:	EM.TV & Merchandising AG
Wandlungsverhältnis:	9,3994 Aktien
Wandlungspreis:	106,39 €
Aktienkurs am Emissionstag:	103,10 €
Wandlungszeitraum:	01.03.2002 – 16.01.2007
Emissionskonsortium:	West LB Panmure (Konsortialführer)

EM.TV nahm durch die Wandelanleihe ein Kapital in Höhe von 400 Mio. € auf. Dieses Kapital wurde für die Akquisition der Jim Henson Company und der Beteiligung an der Formel 1-Holding SLEC verwendet. Die Gesamthöhe der

¹¹⁰ Vgl. Emissionsprospekt EM.TV& Merchandising AG: 4% Wandelschuldverschreibung von 2000 / 2005, S. 102 - 108

beiden Zukäufe belief sich auf ca. 2,35 Mrd. €, wovon ca. 55% mit eigenen Aktien und 45% mit Bargeld bezahlt wurden. Die eigenen Aktien wurden durch die Ausgabe neuer Aktien geschaffen, was eine Kapitalerhöhung bedeutete. Dieses brachte allerdings keine liquiden Mittel für die Baranteile der Käufe. Damit die Verwässerung durch die Kapitalerhöhung nicht zu groß wurde, mußte das Bargeld auf eine andere Weise beschafft werden. Da sich EM.TV zu dieser Zeit in einem starken Wachstum befand, waren eigene bare Mittel in dieser Höhe nicht vorhanden. Die benötigten liquiden Mittel mußten durch die Aufnahme von Fremdkapital beschafft werden. Die alleinige Aufnahme von Bankkrediten hätte für EM.TV jedoch einen Zins bedeutet, der, mit einem entsprechenden Risikozuschlag, wesentlich höher gelegen hätte als die Umlaufrendite von um die 5,5% zu dieser Zeit. Zur Stärkung der Liquidität und zur Verbesserung der Gewinnentwicklung galt es, den Zins wenigstens teilweise zu minimieren. Hierfür bot sich die Emission einer Wandelanleihe an. Durch das Wandlungsrecht konnte sich EM.TV einen geringeren Zins sichern.

Die Wandelanleihe weist aber eine Besonderheit in bezug auf den Zins auf. Der zu zahlende Nominalzins liegt in diesem Fall bei 4%, der, wie im Fall der Infineon Technologies AG, deutlich unter der Umlaufrendite liegt. Der jährliche Liquiditätsabfluß durch die Zinszahlungen bleibt also geringer. Zu beachten ist hier aber auch der Rückzahlungskurs, der jährlich ansteigt und bei Fälligkeit 117,251% beträgt. Die Wandelschuldverschreibung ist demnach mit einer Rendite von 7% begeben worden, was wiederum deutlich über der Umlaufrendite liegt. Da zu diesem Zeitpunkt davon auszugehen war, daß das Wandlungsrecht werthaltig war, hätte der Zins für Bankkredite oder eine Anleihe ohne Option folglich noch höher ausfallen müssen. Die Ausgabe einer Wandelanleihe bot also für EM.TV eine liquiditätsschonende Kapitalaufnahme. Der erhöhte Rückzahlungskurs hätte die Gesellschaft erst am Ende der Laufzeit belastet und käme nur zum Tragen, wenn keine Wandlung erfolgt wäre.

Bei einer erfolgreichen Wandlung hätte EM.TV demnach keinen Mittelabfluß und über die Laufzeit tatsächlich nur einen Zins von 4% zu zahlen, da das Wandlungsverhältnis multipliziert mit dem Wandlungspreis den Nennbetrag ergibt.

$$9,3994 \text{ Aktien} \times 106,39 \text{ €} = 1000 \text{ € Nennbetrag}$$

4.4 Die Wandelanleihe als Investor-Relations-Instrument

4.4.1 Ausstattung der Wandelanleihe

Damit die Wandelanleihe erfolgreich als Investor-Relations-Instrument eingesetzt werden kann, sollte sie bereits im Vorfeld der Emission als ein solches Instrument geplant werden. Für eine wirksame und zielgerichtete Investor-Relations-Arbeit ist die Ausgestaltung der Wandelschuldverschreibung von großer Bedeutung. Die folgenden Ausstattungsmerkmale sind dabei zu beachten.

4.4.1.1. Das Bezugsrecht

Eine erste Einflußnahme auf den zukünftigen Investorenkreis kann über das Bezugsrecht ausgeübt werden. Es entscheidet darüber, ob sich das Unternehmen an bestehende Investorengruppen wendet oder neue erschließen möchte. Das Bezugsrecht nach § 221 Abs. 4 und § 186 AktG gewährt den Aktionären eine Teilnahme an der bedingten Kapitalerhöhung. Die Ausgestaltung einer Wandelanleihe mit einem Bezugsrecht führt dazu, daß diese Gesellschaft in erster Linie bestehende Aktionäre anspricht, wie das Beispiel EM.TV zeigt. EM.TV richtet sein Angebot zum Bezug der Anleihe ausdrücklich im Emissionsprospekt an die Aktionäre der Gesellschaft.¹¹¹ Dieser

¹¹¹ Vgl. Emissionsprospekt EM.TV& Merchandising AG: 4% Wandelschuldverschreibung von 2000 / 2005, S. 106

Weg ist sinnvoll, wenn die Gesellschaft an einer Veränderung der bestehenden Aktionärsstruktur nicht interessiert ist oder die Unterbringung aufgrund der Kapitalmarktsituation einfacher erscheint. Neue Investoren können so nur indirekt erreicht werden, d.h. über den Sekundärmarkt, wenn die Bezugsrechte von nicht interessierten Aktionären veräußert werden. Dieser Effekt liegt allerdings nicht im Einflußbereich der Emittentin der Wandelschuldverschreibung.

Infineon dagegen hat sich bei der Emission gegen ein Bezugsrecht entschieden. Es ist nach § 186 Abs. 3 AktG ausgeschlossen. Das Unternehmen hat dadurch die Möglichkeit, sich an neue Investoren zu wenden und somit aktiv Einfluß auf die Aktionärsstruktur zu nehmen. Durch den Ausschluß des Bezugsrechts kann sich Infineon auf bestimmte Investoren oder Investorengruppen, die für das Unternehmen von Interesse sind, konzentrieren und diese gezielt ansprechen. In dem vorliegenden Fall ist das Unternehmen an der Gruppe der institutionellen Investoren interessiert, was durch die Höhe des Nennbetrages der Teilschuldverschreibung von 50.000 € deutlich wird. Die Entscheidung über Bezugsrecht oder dessen Ausschluß sollte auch im Hinblick auf die Stückelung der Wandelanleihe getroffen werden.¹¹²

4.4.1.2. Stückelung

Wie im vorigen Abschnitt bereits angesprochen, kann die Emittentin auch durch die Höhe des Nennbetrages der einzelnen Teilschuldverschreibung Einfluß auf den zukünftigen Investorenkreis nehmen. Dies soll an den unterschiedlichen Stückelungen der aufgezeigten Beispiele verdeutlicht werden.

Infineon wählte bei seiner Wandelschuldverschreibung einen Nennbetrag in Höhe von 50.000 € für die einzelne Teilschuldverschreibung. Durch diese Höhe werden Investoren angesprochen, die mindestens diese Summe aufbringen können. Somit kommen viele private Investoren, die diese Summe nicht zur Verfügung haben, als Zeichner dieser Wandelanleihe nicht in Frage. Sie

¹¹² siehe Abschnitt 4.4.1.2

würden ihr Bezugsrecht folglich am Sekundärmarkt¹¹³ verkaufen, wodurch der Gesellschaft bereits vor der Emission der Einfluß auf die potentiellen Aktionäre genommen würde. Da bestimmte Aktionäre durch die Höhe des Nennbetrages der Teilschuldverschreibung von vornherein ausgeschlossen sind, bietet es sich an, bereits das Bezugsrecht auszuschließen. Somit gibt das Unternehmen die Einflußmöglichkeit auf die Zusammensetzung der zukünftigen Investoren und Aktionäre nicht aus der Hand.

Bei der Wandelanleihe von EM.TV gestaltet sich dieses unproblematischer. Der Nennbetrag der Teilschuldverschreibung beträgt 1000 €. Dieser Betrag kann von jeder Investorengruppe aufgebracht werden, wodurch die Gruppe der privaten Kleinanleger nicht ausgeschlossen wird. Somit stellen im Falle der EM.TV-Wandelanleihe auch die privaten Kleinanleger eine anvisierte Zielgruppe dar. Für die Ansprache dieser Investorengruppe ist demnach ein niedriger Nennwert der Teilschuldverschreibung wichtig.

Ein weiterer Aspekt bei der Stückelung der Wandelanleihe ist die spätere Fungibilität¹¹⁴ am Sekundärmarkt. Es gilt auch hier: Je höher der Nennbetrag, desto kleiner ist die Gruppe der Investoren. Durch eine hohen Nennbetrag könnte es an der Börse zu einer Illiquidität für dieses Papier kommen, was zwar für das Unternehmen eine Kontinuität der Investorenstruktur bedeutet, aber für den Anleger negativ ist. Der Investor wird dadurch in der Flexibilität seiner Anlagemöglichkeiten eingeschränkt, was zu einem negativen Vorbehalt gegenüber diesem Wertpapier führen kann. Potentielle Anleger könnten dadurch abgeschreckt werden.

4.4.1.3. Emissionszeitpunkt, Wandlungspreis und Laufzeit

Laufzeit und Emissionszeitpunkt der Wandelschuldverschreibung sind Faktoren, die für eine erfolgreiche Wandlung entscheidend sein können. Die Wandlung der Anleihe sollte das angestrebte Ziel des ausgebenden Unternehmens sein, da auf diese Weise eine Situation geschaffen wird, von der

¹¹³ Als Sekundärmarkt wird die Börse als Veräußerungsmarkt bezeichnet.

¹¹⁴ Fungibilität: Handelbarkeit

Unternehmen und Investor gleichermaßen profitieren. Das Unternehmen hat keinen Liquiditätsabfluß zu verkraften, während der Investor die Rendite seiner Anlage optimiert.

Der Emissionszeitpunkt hat direkten Einfluß auf den Wandlungspreis. Dieser orientiert sich am Börsenkurs der Aktie zum Zeitpunkt der Emission der Wandelanleihe.¹¹⁵ Liegt der Wandlungspreis nahe an den historischen Höchstkursen kann eine Wandlung gegebenenfalls unmöglich werden. Dieses wird durch das Beispiel von EM.TV sehr gut deutlich. Die Wandelanleihe ist zu einem Zeitpunkt begeben worden als der Aktienmarkt und auch die Aktie des Unternehmens in der Nähe ihrer historischen Höchstkurse notierten. EM.TV ist zu dieser Zeit mit 15 Mrd. € an der Börse bewertet worden. In Anbetracht der Unternehmenszahlen nahm der Aktienkurs schon den größten Teil des erwarteten Wachstums vorweg. Nach dem starken Kursanstieg folgte der ebenso starke Kursverfall, der die Aktie auf historische Tiefstände sinken ließ. Der Aktienkurs, der zur Zeit bei ca. 1 € liegt, hat sich damit so weit vom Wandlungspreis in Höhe von 106,39 € entfernt, daß eine Wandlung in der bestehenden Restlaufzeit von zwei Jahren unmöglich erscheint.

Der Aktienkurs von Infineon hingegen hat sich nicht ganz so weit vom Wandlungspreis der Anleihe entfernt wie der von EM.TV. Die Anleihe ist zu einem Zeitpunkt emittiert worden als die Aktienmärkte und der Börsenkurs der Aktie bereits erheblich unter ihren Höchstkursen notierten. Der Aktienkurs von Infineon liegt zwar derzeit ca. 80% unter dem Wandlungspreis, aber durch die Volatilität der Aktie und die Restlaufzeit von vier Jahren ist das Erreichen des Wandlungspreises relativ wahrscheinlich.

Diese Beispiele zeigen, wie wichtig der Zeitpunkt der Emission, die Laufzeit und der Wandlungspreis für den Erfolg der Wandelanleihe sind. Für einen Einsatz der Wandelanleihe als Investor-Relations-Instrument sind diese Faktoren unter allen Umständen zu berücksichtigen. Die Emission sollte zu einem Zeitpunkt erfolgen, zu dem der wirkliche Unternehmenswert durch den Aktienkurs widerspiegelt wird. So besteht eine realistische Möglichkeit, daß das Unternehmen während der Laufzeit der Anleihe den Aktienkurs durch

¹¹⁵ Üblich ist die Ermittlung eines Durchschnittskurses des Börsenkurses der Aktie in einem definierten Zeitraum vor der Anleiheemission

Wachstum steigern und der Wandlungspreis erreicht oder sogar übertroffen werden kann.

4.4.1.4. Das Wandlungsrecht

Das Wandlungsrecht ist das besondere Detail einer Wandelanleihe. Es kann in Form einer Option gestaltet werden, d.h. der Anleger hat die Möglichkeit, von seinem Wandlungsrecht Gebrauch zu machen, oder eine Pflichtwandlung beinhalten. Die Pflichtwandlung hat für das Unternehmen den Vorteil, daß der Liquiditätsabfluß durch eine eventuelle Rückzahlung vermieden wird. Für den Anleger kann dieses negative Folgen haben, wenn der Aktienkurs im Wandlungszeitraum oder bei Fälligkeit den Wandlungspreis nicht erreicht oder überschreitet. Er ist gezwungen, entweder durch Verkauf der Wandelanleihe oder Andienung der Aktien Verluste zu realisieren, die im schlechtesten Fall noch nicht einmal durch die Zinszahlungen kompensiert werden. Der Investor wird aus diesem Grund die Option vorziehen, da er zwischen Wandlung und Rückzahlung wählen kann. Für den Anleger bedeutet das Wahlrecht eine Art Verlustversicherung. Wird der Wandlungspreis nicht erreicht, so kann der Investor die Rückzahlung verlangen. Sein Verlust wird somit, sofern das Unternehmen nicht insolvent wird, auf die entgangene Zinsdifferenz zwischen der Wandelanleihe und einer vergleichbaren Anleihe ohne derartige Zusatzrechte beschränkt.¹¹⁶ Steigt der Aktienkurs über den Wandlungspreis, hat der Investor die Möglichkeit, in vollem Umfang von der Kursentwicklung der Aktie zu profitieren. Erst mit der Wandlung gibt er die Verlustbegrenzung durch den Bond-Floor der Anleihe auf.

¹¹⁶ Dies gilt nur, wenn der Anleger die Wandelanleihe bei der Emission bezogen hat. Hat er die Wandelanleihe über die Börse bezogen, so können aber noch Gewinne und Verluste durch die Kursschwankungen der Wandelanleihe anfallen.

4.4.1.5 Überprüfung der Eignung einer Wandelanleihe als Investor-Relations-Instrument anhand ihrer Ausstattungsmerkmale

Die Ausstattungsmerkmale legen fest, ob eine Wandelanleihe für Investor-Relations-Maßnahmen geeignet ist oder nicht. Sie muß in bezug auf die vorgestellten Kriterien so gestaltet sein, daß eine zielgerichtete Ansprache der Investoren mit ihren Bedürfnissen möglich ist. Das Wandlungsrecht bietet durch seine Verlustbegrenzung einerseits und die Partizipation an einer positiven Kursentwicklung der Aktie andererseits, die Möglichkeit, Investoren anzusprechen, die bisher noch nicht in das Unternehmen investiert haben oder aber das Verlustrisiko bei einer direkten Investition in Aktien scheuen. Über die Laufzeit der Wandelanleihe, die üblicherweise zwischen fünf und sieben Jahre beträgt, hat das Unternehmen die Möglichkeit, durch eine Steigerung des Unternehmenswertes eine Vertrauensbasis zu den Investoren aufzubauen. Das Management kann in diesem Zeitraum unter Beweis stellen, daß es durch seine Entscheidungen und Handlungen in der Lage ist, einen langfristigen Shareholder Value zu schaffen. Aufgrund solcher positiven Erfahrungen seitens der Investoren könnten diese durch eine Wandlung als Aktionäre an das Unternehmen gebunden bleiben. Zukünftige Kapitalerhöhungen lassen sich dadurch u.U. einfacher und besser unterbringen.

4.4.2 Die Einbindung der Wandelanleihe in das Investor-Relations-Konzept

Die Wandelanleihe kann aufgrund ihrer fehlenden Kommunikationsfunktion nur in ein bestehendes Investor-Relations-Konzept eingebunden werden. Die aufgezeigten Möglichkeiten, die die Wandelschuldverschreibung für den Aufbau und die Pflege einer positiven Beziehung zu den Investoren bietet, müssen durch die klassischen, kommunikativen Investor-Relations-Instrumente, z.B. durch direkte Informationsverbreitung¹¹⁷, der Financial Community vermittelt werden. Da im Vorfeld der Emission durch die Ausstattung der Wandelanleihe festgelegt wird, ob sie für Investor Relations herangezogen werden kann und soll, kann eine zielgruppengerechte Ansprache mit den in Abschnitt 3.3. beschriebenen Investor-Relations-Instrumenten erfolgen. Trifft das

Unternehmen die Entscheidung die Wandelanleihe für Investor Relations heranzuziehen, sind die in den folgenden Abschnitten beschriebenen drei Phasen zu unterscheiden.

4.4.2.1. Der Zeitraum bis zur Emission

Das Unternehmen hat in dieser ersten Phase, die bis zur Emission der Wandelanleihe andauert, mehrere Möglichkeiten, die Zielgruppen anzusprechen und über die Ausgabe und besonderen Vorteile der Wandelanleihe zu informieren. Diese Vorteile sind vor allem gegenüber Investoren herauszustellen, die neu für das Unternehmen gewonnen werden sollen. Bei der Ansprache neuer Investoren ist besonders hervorzuheben, daß das Risiko ihrer Anlage durch die Rückzahlung der Wandelanleihe zum Nennwert am Ende der Laufzeit begrenzt ist, aber die Chance an der Entwicklung des Aktienkurses teilzunehmen besteht. Dabei sollte eine Unterteilung in allgemeine und spezielle, der Zielgruppe entsprechende, Maßnahmen vorgenommen werden.

Allgemeine Maßnahmen:

Die allgemeinen Investor-Relations-Maßnahmen wenden sich an alle Investorengruppen. Dies schließt auch potentielle Anleger ein, die nicht zu der Zielgruppe gehören, die bei der Emission angesprochen werden soll, sondern am Sekundärmarkt zu Investoren werden können.

Es kommen neben den bekannten Pflichtmaßnahmen vor allem die freiwilligen Maßnahmen zum Einsatz. Im Rahmen der Pflichtmaßnahmen wird über die Ausgabe der Wandelanleihe an sich informiert. Dies geschieht über Ad-hoc-Mitteilungen¹¹⁷ und Pflichtanzeigen¹¹⁸ und das Verkaufsprospekt, das vor der Emission zu erstellen ist. Die Hauptversammlung, auf der die bedingte Kapitalerhöhung beschlossen wird und die ggf. der Emission der Wandelanleihe

¹¹⁷ Siehe Abschnitt 3.3.2.1. Nr. 2

¹¹⁸ Siehe Abschnitt 3.3.1 Nr. 4

¹¹⁹ Siehe Abschnitt 3.3.1 Nr. 5

vorangeht¹²⁰, ist ein Forum, auf dem der Aktionär, sofern er nicht vom Bezugsrecht ausgeschlossen wird, über die Vorzüge der Wandelanleihe informiert werden kann.

Im Rahmen der freiwilligen Maßnahmen bieten sich vor allem Printmedien und das Fernsehen an. Informationen über die Ausgabe der Wandelanleihe sowie die Chancen, die dieses Anlageinstrument für den Investor bietet, können durch Presseberichte oder Interviews der Unternehmensführung im TV kommuniziert werden. Dadurch können gerade potentielle Investoren angesprochen und sowohl auf das Unternehmen als auch auf das Finanzierungs- und Kapitalanlageinstrument aufmerksam gemacht werden. Den Kontakt über Anlegermessen oder -veranstaltungen zu suchen, gestaltet sich dagegen schwieriger. Hier besteht meistens nur die Möglichkeit, über die Wandelschuldverschreibung im allgemeinen zu informieren, da eine bevorstehende Emission nicht immer mit einem solchen Termin zusammenfällt. Es besteht aber die Gelegenheit, interessierte Investoren für diese Anlageform zu sensibilisieren. Diese Vorgehensweise ist zu empfehlen, wenn eine bedingte Kapitalerhöhung genehmigt worden ist, aber der Zeitpunkt der Emission noch nicht feststeht.

Spezielle Maßnahmen:

Die speziellen Maßnahmen beziehen sich auf die Investorengruppe, die bei einer Emission angesprochen werden soll.

Wendet sich die Emission an die derzeitigen Aktionäre, d.h. das Bezugsrecht ist nicht ausgeschlossen worden, kann eine direkte Kommunikation mit der Zielgruppe erfolgen. Die wird vereinfacht, wenn die Aktien der Gesellschaft Namensaktien sind. In diesem Fall kann der Aktionär, der der Gesellschaft durch das Aktienbuch namentlich bekannt ist, über den Postweg mit detailliertem Informationsmaterial versorgt werden. Dieser Weg ist bei der Ansprache von privaten Investoren, die kleinere Anteile am Unternehmen halten, zu empfehlen. Die Ansprache von Großaktionären und institutionellen Anlegern ist gesondert zu vollziehen. Da deren Anzahl i.d.R. überschaubar ist

¹²⁰ Die bedingte Kapitalerhöhung wird von der HV für einen Zeitraum von fünf Jahren genehmigt, d.h. es können mehrere HVs zwischen Genehmigung und Emission liegen

und sie über entsprechendes Fachwissen verfügen, sind persönliche Gespräche, die als Analystengespräche¹²¹ abgehalten werden können, vorzuziehen.

Ist das Bezugsrecht ausgeschlossen, will das Unternehmen neue Investorengruppen erschließen. Damit richtet sich die Gesellschaft in erster Linie an institutionelle Investoren. Die Erschließung von privaten Investoren auf diesem Weg gestaltet sich schwieriger und teurer, da aufgrund ihrer begrenzten Investitionsmöglichkeiten die Anzahl an privaten Investoren sehr groß sein muß. Institutionelle Investoren dagegen verfügen über höhere Anlagevolumina, so daß es ausreicht eine überschaubare Anzahl anzusprechen, damit die Anleihe erfolgreich plaziert werden kann. Bei der Gewinnung von institutionellen Investoren ist es empfehlenswert, den Weg der direkten Ansprache zu wählen. Die direkte Ansprache kann in Form von Roadshows, dem Aufsuchen der Investoren, oder Analystengesprächen stattfinden. Bei diesen Veranstaltungen werden die Investoren mit Information über die Wandelanleihe versorgt und erhalten gleichzeitig die Möglichkeit, Fragen zu stellen. Der Grundstein für eine positive Beziehung kann so in diesem Stadium gelegt werden.

Die Ansprache der neuen Investoren kann in Verbindung mit den Mitgliedern des Emissionskonsortiums geschehen, die Zugang und Kontakte zu interessanten Anlegergruppen haben. Gerade die Wahl des Konsortialführers ist auf dessen Reputation am Kapitalmarkt hin zu treffen. Die Reputation ist für den Investor ein Zeichen der Emissionskompetenz in bezug auf Preisermittlung und Marktkenntnis.

4.4.2.2. Während der Laufzeit der Wandelschuldverschreibung

Während der Laufzeit der Anleihe, der zweiten Phase, kann die Investor-Relations-Abteilung über die Chancen, Vorteile und den Verlauf der Wandelanleihe informieren. Dazu bieten sich Gespräche mit Analysten an, die in Studien über die Wandelschuldverschreibung informieren. Neben Presseberichten und Anzeigen ist das Internet ein ebenfalls sehr geeignetes

¹²¹ Siehe Abschnitt 3.3.2.3

Informationsmedium. Die Homepage des Unternehmens, die eine eigene Rubrik für Investor Relations haben sollte, kann über den „Convertible Bond“ informieren. Dieses ist z.B. auf der Homepage des Praxisbeispiels EM.TV zu beobachten. Unter Investor Relations befindet sich die Rubrik Wandelanleihe. In dieser informiert EM.TV allerdings in erster Linie über die Ausstattung der Wandelanleihe. Neben dem Börsenkurs und dem Kursverlauf der Anleihe und Aktie, sollten auch weitergehende Informationen über das generelle Anlageinstrument der Wandelanleihe, besonders in bezug auf die Bedürfnisse des Investors, unter der Rubrik zu finden sein. Dies könnten Informationen über den Rückzahlungsanspruch der Anleihe oder der Partizipation an der Aktienkurssteigerung sein. Der potentielle Investor kann so an gleicher Stelle besser informiert werden.

4.4.2.3. Die Zeit nach der Wandlung oder Rückzahlung

Die Zeit nach der Wandlung oder Rückzahlung ist besonders interessant, wenn die Anleihe gewandelt worden ist. In diesem Fall ergibt sich für das Unternehmen in der dritten Phase die Möglichkeit, durch Veröffentlichungen in der Presse, die erfolgreiche Wandlung besonders bekanntzugeben. Dabei sollte herausgestellt werden, daß die Gesellschaft es durch sein Management und seine Mitarbeiter geschafft hat, in einem längerfristigen Zeitraum einen positiven Shareholder Value zu schaffen, der durch die erfolgreiche Wandlung belegt wird. Die Veröffentlichungen sollten dabei über die Pflichtmitteilungen über die Wandlung hinausgehen. Es bietet sich an, Berichte und Interviews mit Vorständen in Wirtschaftszeitungen und Wirtschaftszeitschriften zu publizieren, die die positive Entwicklung des Unternehmens herausstellen. Dem Investor und potentiellen Anleger kann auf diese Weise vermittelt werden, daß das Unternehmen für Stabilität und Wachstum steht und dieses es versteht jene Erfolgsfaktoren langfristig umzusetzen. Besonders dem potentiellen Investor sollte vermittelt werden, daß bei einer langfristigen Investition kein Absicherungsschutz für ein Investitionsrisiko, wie es die Wandelanleihe durch den Anleiheteil bietet, benötigt wird. Dieser Aspekt kann eine zukünftige Kapitalbeschaffung erleichtern.

Es liegt nun an den Unternehmen, die Wandelschuldverschreibung mit ihren dargestellten Vorzügen neben der Finanzierungsfunktion gerade für die Gewinnung von potentiellen Investoren auch als Investor-Relations-Instrument einzusetzen.

5. Schlußbetrachtung

Durch die Einbindung der Wandelanleihe in die Investor-Relations-Aktivitäten können Unternehmen einen zusätzlichen positiven Nutzen erfahren.

Die Wandelschuldverschreibung wird als Finanzierungsmöglichkeit gerade in Zeiten schwacher Kapitalmärkte eine große Aufmerksamkeit beigemessen. Dies ist vor allem auf das Wandlungsrecht zurückzuführen, das auf der einen Seite einen niedrigen Fremdkapitalzinssatz und auf der anderen Seite eine Kapitalerhöhung zu günstigeren Bedingungen in der Zukunft ermöglicht. Das Wandlungsrecht der Anleihe bietet aber auch gleichzeitig für Investoren sehr gute Chancen. Gegenüber einer direkten Anlage in Aktien wird ihre Investition über die Laufzeit der Anleihe fest verzinst, und sie haben einen Rückzahlungsanspruch in Höhe des Rückzahlungspreises. Die Möglichkeit der Partizipation an einer Steigerung des Aktienkurses bleibt aber weiterhin bestehen. Diese Chance der Renditeverbesserung, bei gleichzeitiger Absicherung der Investition durch den Rückzahlungsanspruch, gilt es, seitens der Unternehmen für ihre Investor-Relations-Arbeit zu verwenden. Da die Wandelschuldverschreibung selbst keine kommunikativen Elemente mit sich bringt, muß sie in das bestehende Investor-Relations-Konzept eingebunden werden. Die Vorteile der Wandelanleihe sind daher mit den bekannten, klassischen Investor-Relations-Instrumenten der Financial Community zu vermitteln.

Die Untersuchungen dieser Arbeit haben ergeben, daß die Wandelanleihe für Unternehmen eine zusätzliche Möglichkeit der Investorenbindung und -pflege bietet, wenn sie mit Bedacht eingesetzt wird. Sie eignet sich besonders als Investor-Relations-Instrument für die Gewinnung potentieller Anleger, die entweder bisher keine Verbindung zu diesem Unternehmen haben oder eine direkte Investition in Aktien dieses Unternehmens scheuen. Durch den, einem Versicherungsschutz gleichenden Rückzahlungsanspruch, den die Wandelschuldverschreibung bietet, kann diese zuvor genannte Zielgruppe angesprochen werden. Die risikobedingte Investitionshemmschwelle kann auf diese Weise abgesenkt werden. Das Unternehmen besitzt nun die Chance,

durch eine Shareholder-Value-orientierte Unternehmensführung den Aktienkurs während der Laufzeit der Anleihe in dem Maße zu steigern, daß das Ziel – die Wandlung der Anleihe – erreicht wird. Durch die konsequente Unternehmenswertsteigerung über einen langfristigen Zeitraum von fünf bis sieben Jahren, der üblicherweise die Laufzeit einer Wandelanleihe umfaßt, kann das Unternehmen sich gegenüber dem Anleger als lohnendes Investitionsobjekt empfehlen, dem der Investor als Aktionär treu bleibt. Dieser Erfolg sollte durch Investor Relations für weitere Anlegerakquisitionen der Financial Community kommuniziert werden.

Die Risiken für das Unternehmen, das die Wandelanleihe als Investor-Relations-Instrument einsetzt, bestehen in der Wahl des Emissionszeitpunktes und den Umwelteinflüssen während der Laufzeit. Die Ausgabe der Wandelschuldverschreibung sollte daher nicht zu den historischen Höchstkursen der Aktie erfolgen, da die Überschreitung des höheren Wandlungspreises schwierig werden kann. Die Umwelteinflüsse dagegen kann das Unternehmen nicht beherrschen. Durch eine kontinuierliche und konsequente Information über Strategie und Entwicklung des Unternehmens durch Investor-Relations-Arbeit kann für die Financial Community das Risiko vor unvorhergesehenen Ereignissen aufgrund äußerer Einflüsse minimiert werden.

Zum Abschluß soll noch darauf hingewiesen werden, daß der in dieser Arbeit gewählte Ansatz lediglich eine Möglichkeit an die Herangehensweise an dieses Themas darstellt. Diese Ausführungen machen deutlich, daß sich eine Vielzahl von interessanten Fragestellungen und Ansatzmöglichkeiten im Hinblick auf die Wandelanleihe als Investor-Relations-Instrument für eine weitere, differenzierte Analyse dieses Themenkomplexes bieten.

Literaturverzeichnis

Achleitner, Ann-Kristin (Hrsg.), Handbuch Investment Banking.

Wiesbaden, 1999.

Aktiengesetz, Wichtige Wirtschaftsgesetze. Herne – Berlin, 2002.

(15.Aufl.)

Bea, Franz Xaver/ Jürgen Haas, Strategisches Management. Stuttgart,

2001. (3. Aufl.)

Betsch, Oskar/ Alexander P. Groh/ Lutz G.E. Lohmann, Corporate

Finance. München, 2000. (2. Aufl.)

Bittner, Thomas, Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf

Finanzanalysten. Köln, 1996.

Börsenzulassungsprospekt EM.TV & Merchandising:

4% Wandelschuldverschreibung von 2000 / 2005 für 400 Mio.€ -

28.01.2000

Börsenzulassungsprospekt Infineon Holding B.V.: 4,25% Wandelanleihe

von 2002 / 2007 für 1 Mrd. € - 01.02.2002

Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Hrsg.), Investor Relations –

Professionelle Kapitalmarktkommunikation. Wiesbaden, 2000.

Droste, Heinz W., Praktiker-Handbuch Investor Relations. Stuttgart, 2001.

Handelsgesetzbuch. München, 2000. (35. Aufl.)

Lutter, Marcus. Kölner Kommentar (KöKo) zum Aktiengesetz, Band 5/1.

Köln, 1995. (2. Aufl.)

-
- Lutter / Hirte (Hrsg.), „Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa.“ In: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. (Sonderheft) 16, Berlin, 2000.
- Kloten / v. Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen. Stuttgart, 1993. (39. Aufl.)
- Noddings, Thomas.C./ Susan C. Christoph/ John G. Noddings, The International Handbook of Convertible Securities. Chicago, 1998.
- Olfert, Klaus, Finanzierung. Ludwigshafen, 1999. (10. Aufl.)
- Rusch, Dr. Horst, Die Wandelschuldverschreibung. Berlin, 1956.
- Täubert, Anne, Unternehmenspublizität und Investor Relations. Münster, 1998.
- Teismann / Birker (Hrsg.), Handbuch der praktischen Betriebswirtschaft. Berlin 1994
- Wöhe / Bilstein, Grundzüge der Unternehmensfinanzierung. München, 1998. (8. Aufl.)
- Wöhe, Günter, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. München, 2000. (20. Aufl.)

Internetverzeichnis

Brammer, Ralf P., Was sind Investor Relations – Abgrenzung zwischen IR und PR. siehe: <http://www.dirk.org/graphics/Dirk/Dokumente-PDF/Was-sind-Investor-Relations.pdf>. 04.04.2003

EMCore Asset Management: Wandelanleihen 2002 – Eine Zusammenfassung. siehe: <http://www.emcore.ch/CBs in 2002.pdf>. 03.02.2003

EM.TV & Merchandising AG. siehe: <http://www.em-tv.de/html/index.php3?cid=100006&emlv=1&sid=dasat3ec20a53188d70x10066400x1052904019>. 30.04.2003

Infineon Technologies AG, siehe:

http://www.infineon.de/cgi/ecrm.dll/jsp/showfrontend.do?lang=DE&channel_oid=-9863&BV_SessionID=@ @ @ @0385759353.1052904567 @ @ @ @ &BV_EngineID=ccchadciflklkgmcfllgcegnfdifdfoh.0. 29.04.2003

Landesbank Baden-Württemberg (LBBW): Kapitalmärkte.

Wandelanleihen. Ein Zwitter für alle Fälle ? siehe: <http://www.riskreturn.ch/html/index.php?id=272>. 26.03.2003

Reuter, Stefan, Genuß und Wandelschuldverschreibung. siehe:

http://www.uni-potsdam.de/u/lsoechsler/lehre/sem/Kapital00/Seminararbeiten/Thema10stefan_reuter.pdf. 04.04.2003

Stock fish Finanzkommunikation AG, Schlechte Zeiten – Gute Zeiten, Wie Unternehmer und IR-Manager ihre Finanzmarktkommunikation in Höchstform bringen. siehe:

<http://www.dirk.org/graphics/Dirk/Dokumente-PDF/Veroeffentlichungen/stockfish-IR-Tipps.pdf>. 04.04.2003

Thoma, Beat. Wandelanleihen – Eine Einführung. siehe:

<http://www.riskreturn.ch/html/index.php?id=82> . 05.10.2002