

Kapitalstruktur (capital structure)

—

Grundlagen am Beispiel England (fundamental considerations for the UK)



9 Sep 1606

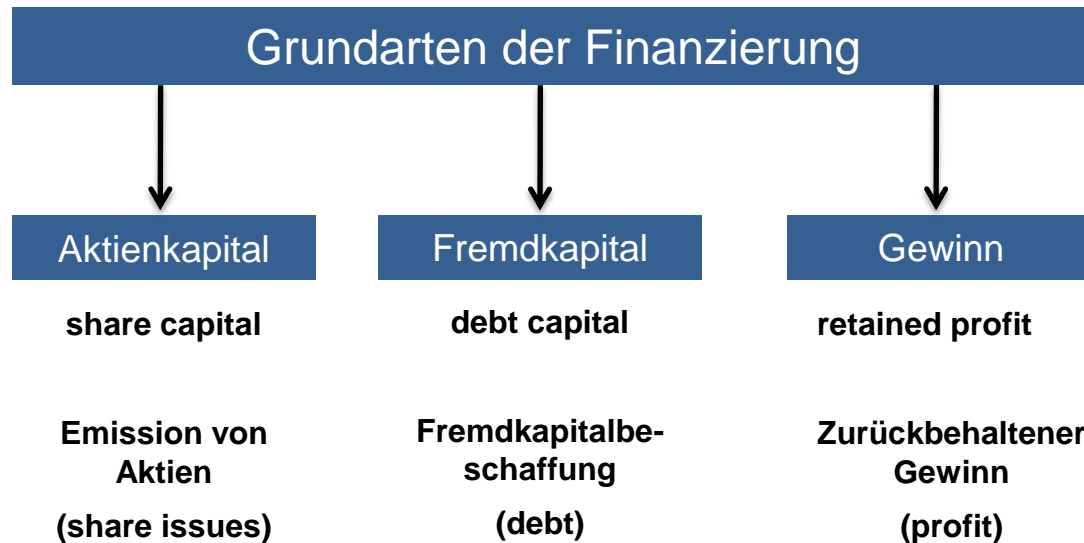
VV Y ondergheschreven van weghen de Camere der Oost-Indische
Compaignie tot Enckhuyfen, bekennen by desen ontfanghen te
hebben vanden E. *Justice Hermanus* —
Goede de somme van *twadert gulden* —
van *Amsterdam* —
ende dat voor resten van *des hondert* *van* *Amsterdam* *gulden* —
daer mede de voornoemde *Justice Hermanus* *van* —
inde voorsz. Compaignie gheregistreert staet te herideren opt Groot-boeck
vande voorsz. Camere folio 254. Synde hier mede de voorschreven
hondert *van* *Amsterdam* *gulden* — daer mede de voornoemde
Justice Hermanus *van* — inde voorsz. Compaignie voorde eer-
ste Thien-iarighe Rekeninghe participeert, ten vollen opgebracht ende be-
taelt: Ende voorts gheannulleert ende te niete ghedaen alle de Recipissen,
over de betalinghen opde ghemelde partye ghedaen, voorsz. ghegeven.
Actum den *9^{ten} Sep 1606* *in* *Amsterdam* *by* *Justice* *Hermanus* *van* *Amsterdam*

Secretaris

Justice Hermanus van Amsterdam

Überblick Teil 1: Die Finanzierung von Gesellschaften (corporate finance)

- Bestandteile der Kapitalstruktur (components of capital structure)
- Einfluss auf Finanzierungsentscheidungen (influence on financial decisions)



- Vergleich anhand der Standardmerkmale der einfachsten Grundtypen (comparison of standard features of simplest types)
- Aktien und Fremdkapital (ordinary share and simple debt)
- Teil 2: Kapitalbeschaffungsmärkte in England (sources of corporate finance in the UK)

Rahmenbedingungen für private und Publikumsgesellschaften in England und der Schweiz

| | UK | | CH | |
|---|---|---|---|---|
| | Private Gesellschaft private company | Publikumsgesellschaft public company | Private Gesellschaft private company | Publikumsgesellschaft public company |
| Nominalwert par value (must have UK&CH) | + | + | + | + |
| Mindest AK minimum share capital | 0 | £ 50'000 | CHF 100'000 | CHF 100'000 |
| Minimal zu librierendes AK minimum paid in share capital | 0 | £ 12'000 | CHF 50'000 | CHF 50'000 |
| Dividenden normale Aktien dividends ordinary shares | + | + | + | + |
| Absolutes Recht auf Dividende absolute right for dividends | – | – | – | – |
| Dividenden nur aus frei verfügbarem Gewinn dividends only from distributable profits | + statuarisch | + statuarisch | + gesetzlich | + gesetzlich |
| Interimsdividende interim (quarterly) dividend | + | + nachträgliche Genehmigung | – | – |
| Stimmrecht (eine Stimme pro Aktie) voting right (one share one vote) | + | + | + | + |

Herausgabe von Aktien zum Nominalwert – Bilanz (accounting for an allotment of shares)

- Eigenkapitalerhöhung
- Folgen in der Bilanz
 - Zunahme Aktiven (increase in the company's current assets)
 - Zunahme der Passiven (increase in share capital)
- Aktionäre können nicht zu mehr verpflichtet werden, als den gezeichneten Betrag zu librieren
 - im Gegenzug müssen die gezeichneten Beträge erhalten werden (maintainance of capital principle)
 - das heisst in diesem Zusammenhang, nicht, dass sie dem Aktionär zurückgegeben müssen
- Wenn Aktien emittiert werden muss das Agio (share premium) in der Bilanz als separates Konto verbucht werden

Die Merkmale des Aktienkapitals und des Fremdkapitals (Characteristics of ordinary shares and simple debt)

| | AK share capital | Hybride hybrids | FK debt capital |
|--------------------------------|---|--|--|
| | ordinary shares | preference share convertible preference share convertible dept subordinated debt redeemable shares | Fremdkapital (simple debt) |
| interest & dividend return | dividends (only from distributable post tax profit) risk adjusted return | | interest |
| tax deductability | non deductable from profit | | interest expense deductable from taxable profit |
| capital gain & risk | participates to capital gains & losses | no right to participate over and above a fixed amount | not participating to capital gains & losses no participation in profits no risks to losses (only default risk) but risk adjusted interest rate (leverage) |
| control & voting rights | voting right (one vote per share, non-voting ordinary shares, multiple voting rights) participation in control of the company participation in internal governance | ev. limited voting rights | no voting rights no participation im control through voting rights |
| duration | permanent | | generally fixed duration |
| covenance in debt agreement | no (has controlling rights trough voting right) | | control possibility trough covenance in the debt agreement (protective rights) |

Die Bewertung von Wertpapieren (valuation of securities)

Aktien EK (shares)

- Ausgangspunkt Marktpreis (starting point trading price in the market)
- Kontrollprämie (control premium)
- nicht gehandelte Aktien werden nach anderen Methoden bewertet (not traded shares other methods of valuing)
- nicht kotierte (non unquoted companies)
 - **Nettoinventarwert**, innerer Wert einer Namenaktie (net asset value)
 - **Dividend valuation model** oder dividend discount model (DDM)
 - **Free cash flow valuation** oder discounted free cash flow valuation (DCF)
- **Wertpapiere FK** (debt securities)

- **Kapitalkosten** (cost of capital)

Kapitalstruktur (capital structure)

- **Modigliani-Miller Theorem** (MM theorem)
- **Trade-off Theorie** (trade-off theory)
- **Hackordnungstheorie, Hackordnungsmodell** (pecking order theory)
- **Market Timing Theorie oder Hypothese** (market timing theory)

Überleitung

Teil 2: Kapitalbeschaffung in England

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

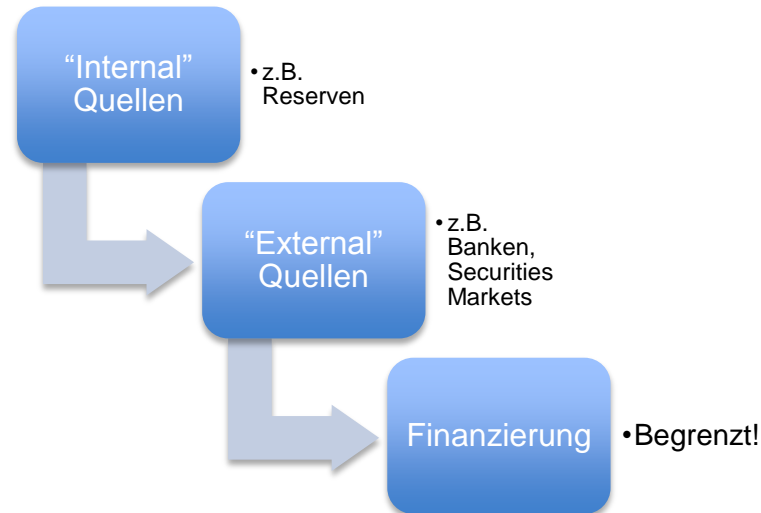
Saskia Edskes

Teil II: Finanzierung von Gesellschaften

1. Finanzierung von KMU im Allgemeinen (UK)
2. Securities markets als Quelle
 - a) Einleitung
 - b) Zugang
 - c) Market Efficiency
 - d) Vermittlung der Informationen

Quellen: Finanzierung von KMU (UK)

(2) Möglichkeiten



(2) Probleme

- Begrenzt: external equity (z.B. private equity, venture capital), Obligationenmärkte
- Wettbewerb zwischen Quellen („equity gap“)

Quellen: Finanzierung von KMU (CH)

Vergleich mit der Schweiz

| Finanzierung | Schweiz |
|--|-------------------------------|
| Innenfinanzierung (z.B. liquide Mittel) | Zentrale Rolle (Umfrage: 90%) |
| Fremdkapital | Begrenzt (Umfrage: 30%) |
| Märkte | Begrenzt (SBI) |
| Aber Progression im Verhältnis mit der Grösse des Unternehmens | |

Quelle: SECO, Credit Suisse

Securities Markets: Einleitung

(2) Charakteristiken:

- a) Es umfasst die internationalen und inländischen Märkte (Aktien – equity – und Obligationen – debt securities)
- b) Es umfasst vor allem die primären Märkte (Ausgabe von Obligationen und Aktien)

Für jede KMU stellen sich zwei Fragen:

Inwiefern haben wir Zugang zu einer Börse, einer Trading facility (z.B. MTF) oder keinen Zugang?

Wenn ja, was für Verpflichtungen (z.B. Informationen) sollten wir respektieren?

Securities Markets: Zugang

Vorteile

1. Kapital
2. Liquidität
3. Corporate profile

Beispiele (UK)

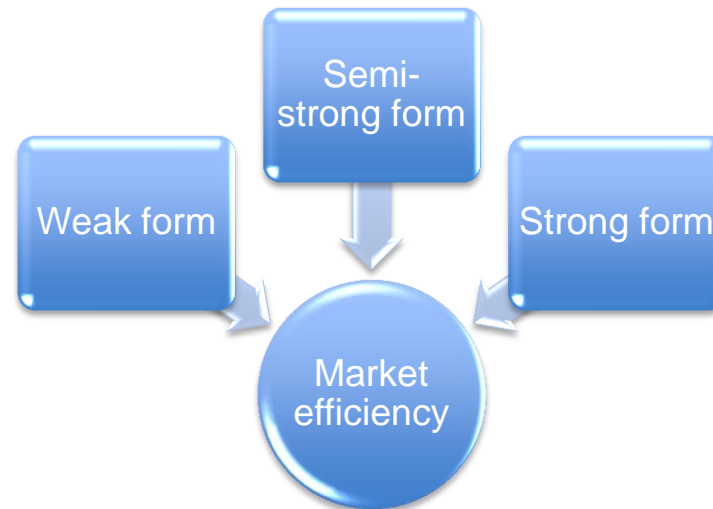
Main Market LSE (Capitalization: 4.3 trillion £): der „flagship“ Markt für grössere Unternehmen (gilt nicht für KMU)

Alternative Investment Market: für KMU am Anfang (early stage and venture capital)

Professional Securities Market: für KMU mit besonderen Securities (z.B. Obligationen oder depositary receipts) und offen für professionelle Anleger

Securities Markets: Market Efficiency

Frage 1: Spiegeln Preise die relevanten und verfügbaren Informationen wider oder nicht?



- **Weak-form:** widerspiegelt alle relevanten historische Informationen
- **Semi-strong-form:** die Preise passen sich an sobald die Informationen verfügbar sind (favoured)
- **Strong-form:** widerspiegelt alle Informationen – auch wenn nicht veröffentlicht (Insider trading, profit)

Securities Markets: Market Efficiency

Frage 2: Inwiefern ist diese Theorie für die Gestaltung des Rechts relevant?

- Grundlagen des Rechts wie z.B. insider trading (betreffend „disclosure“ und “transparency“)
- CH Vergleich
- Kritische Punkte

Securities Markets: Vermittlung von Informationen

Wie die Informationen über Preise und Bewertung veröffentlicht/vermittelt und in Preise integriert werden?

- **Prinzip:** Als Funktion der Kosten der Vermittlung „the lower the cost, the wider the distribution“. Märkte werden immer effizienter
- **Problem:** Informationen werden nicht vollständig oder nur teilweise vermittelt/veröffentlicht
- **Lösungen:** „Mechanisms“ die diese Effizienz von Märkten verbessern (z.B. mandatory disclosure)

Securities Markets: Vermittlung von Informationen

Grundlagen der Lösung (UK als Beispiel)

“financial disclosure“ gewährleistet durch:

- **Buchhaltung:** true and fair view von Aktiven/Passiven, Erfolgsrechnung
- **Accounting standards:** cash flow statement (z.B. UK GAAP)
- **Buchhaltung für den ganzen Konzern** (consolidated group accounts)
- **Revisor**

Securities Markets: Vermittlung von Informationen

Lösungen (Beispiele)

Company Act 2006

- Zugang zu Konten und Buchhaltung: Aktionäre, Debitoren, Öffentlichkeit
- Ablage der Dateien
- Zeitfenster

DTR (FSA) und AIM Rules for Companies

Securities Markets: CH Vergleich

Das Kapitalmarkt (CH) ist vorwiegend für die Grossen Unternehmen.

KMU haben kaum Zugang. KMU arbeiten vor allem mit Eigenkapital und Bankkrediten.

Z.B. der Markt für inländische Unternehmensanleihen ist hochkonzentriert und beschränkt sich auf einige wenige grosse Anbieter.

Z.B. “Domestic Non-Government“ in Swiss Bond Index (die grössten fünf Emittenten machen rund 55% des Anleihenvolumens aus).

Kritikpunkte (critics)

- Die Möglichkeit des «nil paid in share capital» welche in UK gegeben ist, ist das erstrebenswert oder nicht?
- Welche ist die beste Bewertungsmethode? Gibt es eine «beste» Bewertungsmethode?
- Welches ist die «ideale» Kapitalstruktur? Gibt es überhaupt eine «richtige» Kapitalstrukturtheorie?
- Securities Market:
 - Inwiefern sind diese Arten der Finanzierung von KMU relevant? (internal, external, securities markets)
Wie können wir diese Finanzierungsmethoden verfeinern?
 - Inwiefern ist die “efficient market theory“ (vor allem nach der Finanzkrise) relevant um die Gestaltung des Rechts so stark zu beeinflussen?

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

Julien Briguet – Saskia Edskes

Zürich, 27.03.2013