

Beiträge zum Verwässerungsschutz von Wandelanleihen und zu Crowdfunding-Vorverkäufen

Inauguraldissertation

zur Erlangung des akademischen Grades eines

Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät

der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

vorgelegt von

Dipl.-Math. Timo Greggers B. Sc. VWL

aus Schleswig

Kiel, 2015

Gedruckt mit Genehmigung der
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

Dekan: Prof. Dr. Achim Walter

Erstberichterstattender: Prof. Dr. Peter Nippel

Zweitberichterstattender: Prof. Dr. Christian Blecher

Tag der Abgabe der Arbeit: 11.02.2015

Tag der mündlichen Prüfung: 26.06.2015

Vorwort

Diese Arbeit ist während meiner Tätigkeit am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel entstanden. Ich möchte mich an dieser Stelle bei all denjenigen bedanken, die mich während dieser Zeit begleitet und unterstützt haben.

Einen ganz besonderen Dank möchte ich Herrn Prof. Dr. Peter Nippel dafür aussprechen, dass er mein Interesse an der Finanzwirtschaft geweckt, mir die Mitarbeit und die Promotion am Lehrstuhl ermöglicht und mich dabei sehr förderlich unterstützt hat. Es war mir stets eine große Hilfe, häufig und zeitnah mit Ihnen über die Lehre und die Dissertation diskutieren zu können.

Ich bedanke mich bei meinen Kollegen, Marc Hansen, Steffen Hoffmann und Nils Podlech, für die freundschaftliche gemeinsame Zeit. Es hat mir viel Freude bereitet, mich mit euch über finanzwirtschaftliche Zusammenhänge, die Tätigkeiten am Lehrstuhl und auch ganz alltägliche Dinge auszutauschen.

Auch bei Frau Geisler möchte ich mich für die vielen kleinen und großen Aufgaben bedanken, die sie am Lehrstuhl übernimmt, und uns so den Arbeitsalltag erleichtert.

Nicht weniger wichtig für das Fertigstellen der Dissertation waren für mich das Verständnis und die Unterstützung von Freunden und Familie. Um diese Leistung zu erbringen, habe ich in den letzten Jahren leider einige Besuche ausfallen lassen und stattdessen am Schreibtisch gesessen. Danke, dass ich trotzdem immer noch herzlich mit offenen Armen empfangen werde, wenn ich mir dann mal Zeit für einen Besuch nehme.

Inhaltsverzeichnis

Einführung..... 4

Verwässerungsschutz bei Finanzierungsinstrumenten mit Optionselementen
am Beispiel von Wandelanleihen..... 14

Timo Greggers und Peter Nippel

Informationsbeschaffung durch Crowdfunding-Vorverkäufe..... 15

Timo Greggers

Risikoteilung durch Crowdfunding-Vorverkäufe..... 16

Timo Greggers

Einführung

1. Bestandteile der kumulativen Dissertation

Die vorliegende Arbeit ist im Rahmen der Beschäftigung als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel bei Herrn Prof. Dr. Peter Nippel entstanden. Die einzelnen Beiträge dieser kumulativen Dissertation sind in ihrer inhaltlichen Ausrichtung entsprechend geprägt von den thematischen Schwerpunkten dieses Lehrstuhls. Die Beiträge befassen sich in theoretischer Form mit Aspekten der Finanzierung von Unternehmen. In Tabelle 1 wird ein Überblick über die in der kumulativen Dissertation enthaltenen Beiträge und deren Autoren gegeben.

Titel	Autoren
Verwässerungsschutz bei Finanzierungsinstrumenten mit Optionselementen am Beispiel von Wandelanleihen	Timo Greggers und Peter Nippel
Informationsbeschaffung durch Crowdfunding-Vorverkäufe	Timo Greggers
Risikoteilung durch Crowdfunding-Vorverkäufe	Timo Greggers

Tabelle 1: Beiträge der kumulativen Dissertation

Im Folgenden werden kurz die Untersuchungsgegenstände der einzelnen Beiträge aufgezeigt und im Fall des ersten Beitrages erläutert, welche Teile der Promovierende zu diesem Fachartikel beigetragen hat.

2. Verwässerungsschutz bei Finanzierungsinstrumenten mit Optionselementen am Beispiel von Wandelanleihen

Wandelanleihen sind Finanzierungsinstrumente mit hybridem Charakter. Es handelt sich dabei um Schuldverschreibungen, die von den Inhabern in einem bestimmten Wandlungsverhältnis in Aktien umgetauscht werden können. Sie beinhalten somit eine Wandlungsoption, deren Wert mitbestimmend für den Gesamtwert der Wandelanleihe ist.

Wenn eine Aktiengesellschaft eine Kapitalerhöhung durchführt und dazu neue Aktien ausgibt, sinkt in der Regel der Kurs der alten Aktien. Um den Erfolg der Kapitalerhöhung nicht zu gefährden, werden die neuen Aktien in der Regel zu einem Bezugspreis emittiert, der unter dem Kurs der alten Aktien liegt. Nach Durchführung der Kapitalerhöhung notieren alte und neue Aktien dann zu dem sogenannten Mischkurs, welcher sich als gewichteter Durchschnitt aus dem Kurs der alten Aktien und dem Bezugspreis der neuen Aktien ergibt. Da dieser Mischkurs wegen des niedrigeren Bezugspreises geringer ist als der Kurs der (alten) Aktien vor der Kapitalerhöhung, kommt es zu einer Kursverwässerung. Gegen Vermögenseinbußen infolge einer derartigen Kursverwässerung auf Grund einer Kapitalerhöhung sind die Aktionäre durch das ihnen gesetzlich zustehende Bezugsrecht geschützt. Die Kursverwässerung wirkt sich aber auch auf den Wert solcher Finanzierungstitel aus, die durch Wandlung oder Ausübung eines Optionsrechts zum Bezug von Aktien der Gesellschaft berechtigen, beispielsweise Wandelanleihen. Wenn der Aktienkurs verwässert wird, sinkt der Wert des Wandlungsrechtes einer Wandelanleihe. Die Inhaber von Wandelanleihen sind daher auch gegen eine Verwässerung ihres Vermögens infolge einer Aktienkursverwässerung zu schützen.

Zumindest seit *Ludwig* (1977) finden sich in der Literatur deutliche Hinweise darauf, wie dieser Schutz sinnvollerweise vorzunehmen ist und wie nicht. Überraschend ist daher, dass in der Praxis auch bei jüngsten Emissionen von Wandelanleihen in den Anleihebedingungen noch verschiedene Regelungen zum Schutz der Wandelobligationäre gegen eine Verwässerung nebeneinander zu finden sind und die Anleiheschuldnerin offenbar zwischen diesen verschiedenen Regelungen nach eigenem Ermessen auswählen kann. So sind beispielsweise in der 2,75% Wandelanleihe der *TUI AG* von 2011 vorgesehen, dass bei einer Kapitalerhöhung unter Gewährung von Bezugsrechten an die Aktionäre jedem Wandelanleihegläubiger entweder

ebenfalls Bezugsrechte gewährt werden können, ein Barausgleich gezahlt werden kann oder das Wandlungsverhältnis in einem bestimmten Maß erhöht werden kann.¹

Diese Beobachtung der Existenz verschiedener Regelungen zum Verwässerungsschutz bei aktuellen umlaufenden Wandelanleihen wurde zum Anlass für eine Analyse der verschiedenen Regelungen genommen. Dazu wurde zunächst der Anspruch an den Verwässerungsschutz konkretisiert. Von zentraler Bedeutung ist, dass das Vermögen der Inhaber von Wandelanleihen nicht nur im Zeitpunkt der Kapitalerhöhung gegen eine Kursverwässerung geschützt ist, sondern während der gesamten (Rest-)Laufzeit der Anleihe. Anschließend wurden die in der Praxis beobachtbaren Regelungen zum Verwässerungsschutz betrachtet und im Hinblick auf ihre Eignung analysiert. Wenn alle Regelungen den gewünschten Verwässerungsschutz gewährleisten, wäre die beobachtbare Vielfalt unschädlich. Dies ist aber nicht der Fall. Wie gezeigt wurde, ist das Vermögen der Inhaber einer Wandelanleihe nur dann gegenüber einer Kursverwässerung vollständig geschützt, wenn das Wandlungsverhältnis in einem bestimmten Umfang erhöht wird. Alle übrigen Regelungen führen in der Regel zu einer Vermögensumverteilung zwischen den Aktionären und den Inhabern der Wandelanleihen.

Der Beitrag umfasst folgende Bestandteile: Einen grundlegenden Teil, in welchem unter anderem beschrieben wurde, wie es zu einer Kursverwässerung im Zuge einer Kapitalerhöhung kommt, welche Besonderheiten Wandelanleihen als Finanzierungs-instrument aufweisen und warum ihnen ein Anspruch auf Verwässerungsschutz zusteht. Des Weiteren enthält dieser Teil einen Überblick über die verschiedenen Regelungen zum Verwässerungsschutz in aktuell umlaufenden Wandelanleihen. Im zweiten Teil des Beitrages wurde zunächst der Anspruch an einen vollständigen Verwässerungsschutz konkretisiert und dann theoretisch hergeleitet, wie die Anpassung des Wandlungsverhältnisses zu erfolgen hat, damit ein vollständiger Verwässerungsschutz gegeben ist. In diesem Teil wurde eine Möglichkeit zum *idealen* Verwässerungsschutz aufgezeigt, mit welcher die anderen Regelungen im Anschluss verglichen wurden. So enthält der dritte Teil dieses Beitrages eine Analyse darüber, in welchem Umfang die übrigen bestehenden Regelungen die Ansprüche an den Verwässerungsschutz erfüllen. Hier wurde ebenfalls theoretisch dargelegt, dass keine dieser Regelungen das Vermögen der Inhaber

¹ Vgl. *TUI AG* (2011), § 11.

von Wandelanleihen vollständig gegen eine Kursverwässerung im Zuge einer Kapitalerhöhung immunisiert. Neue Erkenntnisse zur bisherigen Forschung sind vor allem im zweiten und dritten Teil dieses Beitrages zu finden, in diesem Sinne bilden diese Teile den Forschungsschwerpunkt des Beitrages.

Der Promovierende hat in erster Linie den dritten Teil des Beitrages erarbeitet, also untersucht und formal aufgezeigt, dass die übrigen in der Praxis bestehenden Regelungen, insbesondere die Gewährung von Bezugsrechten und die Zahlung eines Barausgleichs, im Allgemeinen den Zweck eines vollständigen Verwässerungsschutzes nicht erfüllen und daher abzulehnen sind. Darüber hinaus haben beide Autoren aufeinander folgend an allen Teilen des Beitrages gearbeitet und diese überarbeitet, sodass insgesamt der Anteil von beiden Autoren an diesem Artikel jeweils mit 50% zu bemessen ist.

Zur Veröffentlichung in der zfbf:

Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (zfbf), im Englischen Schmalenbach Business Review (sbr), ist eine der renommiertesten Fachzeitschriften für Betriebswirtschaftslehre in Deutschland. Ein VHB Ranking von B und eine monatliche Auflage von über 2000 Exemplaren verdeutlichen den Stellenwert der Zeitschrift.² Der Beitrag „Verwässerungsschutz bei Finanzierungs-instrumenten mit Optionselementen am Beispiel von Wandelanleihen“ wurde erstmals im März 2012 bei der zfbf eingereicht. Die beiden unabhängigen Gutachter empfahlen bereits die erste Version des Beitrages einstimmig zur Annahme, so dass der Beitrag direkt angenommen und nach kleinsten Änderungen in der Ausgabe im August 2012 veröffentlicht wurde.

² Ranking des Verbands der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft (VHB 2011): B (7,21) und Exemplare im September 2012: 2.347. Vgl. www.zfbf.de/zahlen.html (29. Januar 2015).

3. Informationsbeschaffung durch Crowdfunding-Vorverkäufe

Crowdfunding ist eine junge Methode, für ein (Investitions-)Projekt oder eine Unternehmensgründung finanzielle Mittel zu erlangen. Über das Internet wird eine große Menge an Individuen dazu aufgerufen, dem vorgestellten Projekt jeweils einen kleinen Beitrag als Spende oder im Austausch gegen monetäre oder materielle Entlohnung bereitzustellen. Sollen die Crowdfunding-Teilnehmer später als Gegenleistung für ihre Beiträge ein Produkt erhalten, zum Beispiel ein Musikalbum oder einen technischen Gegenstand, so handelt es sich um Crowdfunding-Vorverkäufe.

Mit einem Crowdfunding können finanzielle Mittel eingesammelt und somit der Finanzierungsbedarf einer Unternehmensgründung gesenkt werden. Diese Möglichkeit wirft aus finanzwirtschaftlicher Sicht die Frage auf, welche Rolle Crowdfunding in der Finanzierung von Unternehmensgründungen auf lange Sicht spielen kann. Ist eine Finanzierung mittels Crowdfunding nur eine vorübergehende Erscheinung oder eine dauerhafte, sinnvolle Ergänzung zu den vorherrschenden, traditionellen Finanzierungen von Unternehmensgründungen durch Banken, Venture Capital Gesellschaften und Business Angels?

Der zweite Beitrag der vorliegenden Dissertation befasst sich in theoretischer Form mit dieser zentralen Fragestellung und den beiden folgenden, darin enthaltenen Fragen. Zum einen, ob neben den klassischen Kapitalgebern überhaupt weitere Kapitalgeber nötig sind, oder ob bereits jedes vorteilhafte Projekt beziehungsweise Unternehmen finanziert wird. Zum anderen, welchen Vorteil ein Crowdfunding aufweisen kann. Falls Crowdfunding nämlich eine dauerhafte Ergänzung zu traditionellen Kapitalgebern sein soll, so muss es ähnlich wie intermediäre Banken oder spezialisierte Venture Capital Gesellschaften einen eigenen wertstiftenden Vorteil aufweisen.³

In diesem Beitrag wird zunächst anhand eines Modells aufgezeigt, wie es zu einer Unterlassung von vorteilhaften Projekten und damit zu Wohlfahrtsverlusten kommen kann, wenn die Kapitalgeber die Vorteilhaftigkeit eines Projektes *ex ante* nicht beobachten können. In dem Modell ist den Kapitalgebern nicht bekannt, wie hoch die zukünftigen Verkaufserlöse eines

³ Vgl. z.B. *Diamond* (1984), hier wird die Reduktion von Monitoring-Kosten durch intermediäre Banken dargelegt, und *Admati und Pfleiderer* (1994), hier lösen VC Gesellschaften Agency Probleme.

Projekts sind und es verursacht zu hohe Kosten sich durch Umfragen oder Marktanalysen darüber zu informieren. So kann die Finanzierung von vorteilhaften Projekten unterbleiben und es zu einer Situation der Unterinvestition kommen.

Daran anknüpfend wird in einer Erweiterung des Modells dargestellt, wie durch Crowdfunding-Vorverkäufe Informationen über die Kaufentscheidungen der Konsumenten beschafft werden können. Diese Variante des Crowdfundings ähnelt einer Stichprobe. Das Projekt wird im Internet vorgestellt und den Kunden zum Vorverkauf angeboten. Dabei wird sehr wahrscheinlich nur ein Teil aller potentiellen Kunden erreicht und diese entscheiden sich, das Produkt zu kaufen oder nicht. Anhand des Erfolgs des Crowdfundings und der Höhe der Vorverkäufe können dann die gesamten Verkaufserlöse abgeschätzt werden. Sind die Vorverkäufe des Projektes hoch, so können daraus hohe Verkaufserlöse abgeleitet werden *et vice versa*. Auf diese Weise können durch Crowdfunding-Vorverkäufe werthaltige Informationen beschafft und dadurch eine eventuelle Unterlassung vorteilhafter Projekte und Wohlfahrtsverluste verhindert werden. Der Beitrag kommt zu dem Ergebnis, dass Crowdfunding in Form von Vorverkäufen auf Grund der dargestellten Informationsbeschaffungsfunktion eine sinnvolle und dauerhafte Ergänzung zu der herkömmlichen Finanzierung von Unternehmensgründungen und Investitionsprojekten sein kann.

4. Risikoteilung durch Crowdfunding-Vorverkäufe

Auch der dritte Beitrag der vorliegenden Dissertation befasst sich mit Crowdfunding-Vorverkäufen. Dieser Beitrag beschäftigt sich im Gegensatz zu dem vorherigen Beitrag allerdings nicht mit der Frage, ob ein Investitionsprojekt durchgeführt wird oder nicht, sondern knüpft an die Entscheidung zur Durchführung eines Projektes an, es wird hier also unterstellt, dass das betrachtete Investitionsprojekt durchgeführt wird. Im Mittelpunkt dieses Beitrages stehen das finanzielle Risiko, welchem die Unternehmensgründer ausgesetzt sind, und die Frage, wie dieses Risiko durch Crowdfunding-Vorverkäufe verändert werden kann.

Möchte ein Unternehmensgründer ein neues Produkt entwickeln und verkaufen, so ist für gewöhnlich die Qualität des neuen Produktes *ex ante* unsicher. Sowohl der Gründer als auch die potentiellen Kunden wissen vor der Entwicklung und Produktion nicht, ob das Produkt die geweckten Erwartungen erfüllt oder nicht. Ebenfalls ist unsicher, ob bis zur Fertigstellung

womöglich noch konkurrierende und bessere Produkte auf den Markt kommen. Folglich sind die zukünftigen Verkäufe des Produktes und die Einzahlungen aus den Verkaufserlösen unsicher und der Gründer ist einem finanziellen Risiko ausgesetzt. Mittels Crowdfunding-Vorverkäufen ist es einem Unternehmensgründer möglich, sein Produkt bereits vor der Entwicklung einem großen Publikum zum Vorverkauf anzubieten. Die Einzahlungen aus solchen Vorverkäufen sind sicher und nicht abhängig von der Qualität des Produktes oder sonstigen Umwelteinflüssen. Dabei muss sich der Unternehmensgründer unter anderem mit der Frage beschäftigen, zu welchem Preis das Produkt im Vorverkauf angeboten werden soll. Der Vorverkaufspreis kann größer, gleich oder kleiner sein als der spätere Verkaufspreis. Größer kann der Vorverkaufspreis sein, wenn der Unternehmensgründer davon ausgeht, dass einige Kunden besonders interessiert an dem Produkt sind und bereit sind, es für einen hohen Preis zu bestellen. Die Arbeit von *Belleflamme et al.* (2010) zum Beispiel erklärt einen hohen Vorverkaufspreis beim Crowdfunding mit einem zusätzlichem ideologischen Nutzen für die Crowdfunding-Teilnehmer. Der Vorverkaufspreis kann hingegen auch geringer sein, um möglichst viele Kunden zu Vorverkäufen zu bewegen. Obwohl das Gewähren eines solchen Vorverkaufsrabattes, insbesondere für ein Produkt, das in der Regel erst noch entwickelt und hergestellt werden muss, intuitiv nachvollziehbar und in der Praxis zu beobachten ist, ist zumindest dem Verfasser noch keine wissenschaftliche Arbeit bekannt, welche die Vorteilhaftigkeit eines Vorverkaufsrabattes beim Crowdfunding theoretisch erklärt. Im Gegenteil, in den bisherigen theoretischen Beiträgen zum Crowdfunding wird aufgezeigt, wie mittels Preisaufschlägen bei Crowdfunding-Vorverkäufen möglichst viel der Konsumentenrente abgeschöpft und so der Gewinn eines Start-Ups maximiert werden kann.⁴ Dies mag auch dadurch begründet sein, dass in den bisherigen Beiträgen die Unsicherheit zukünftiger Einzahlungen aus den Verkaufserlösen und finanzielles Risiko bisher nicht betrachtet wurden.

Dieser Beitrag versucht diese Lücke zwischen Theorie und Praxis zu schließen und zeigt auf, warum es für einen Unternehmensgründer vorteilhaft sein kann, sein Produkt mittels Crowdfunding zum Vorverkauf anzubieten und dabei einen Rabatt zu gewähren.

⁴ Z.B. *Belleflamme et al.* (2013) und *Hardy* (2013).

Dazu wurde ein Modell mit zwei Zeitpunkten betrachtet, in welchem ein Unternehmensgründer ein Produkt entwickeln und einer Menge potentieller Konsumenten verkaufen möchte. Im ersten Zeitpunkt, vor der Entwicklung des Produktes, ist die Qualität des Produktes sowohl dem Gründer als auch den Konsumenten unbekannt. Erst im zweiten Zeitpunkt, nach der Entwicklung, ist die Qualität dann allgemein beobachtbar. Ohne Crowdfunding-Vorverkäufe wird das Produkt ausschließlich im zweiten Zeitpunkt verkauft, so dass die Konsumenten ihre Kaufentscheidung bei bekannter Produktqualität treffen können. In diesem Fall sind die gesamten Verkäufe von der Qualität des Produktes abhängig und der Gründer trägt das komplette Risiko. Durch Crowdfunding-Vorverkäufe ist es nun möglich dieses Risiko mit den Konsumenten zu teilen, denn bei diesem Crowdfunding kaufen die teilnehmenden Konsumenten das Produkt bereits bevor die Qualität beobachtbar ist. Für diese Konsumenten ist die Qualität ihres gekauften Produktes unsicher, für den Gründer hingegen ist ein Teil der Verkaufserlöse sicher und nicht mehr abhängig von der Qualität des Produktes.

In dem Modell wurde zunächst untersucht, unter welchen Umständen sich Konsumenten an Crowdfunding-Vorverkäufen beteiligen. Es wurde festgestellt, dass hierzu ein Vorverkaufsrabatt notwendig ist und dass sich umso mehr Konsumenten an den Vorverkäufen beteiligen, je höher der Rabatt ist. Im zweiten Schritt wurde analysiert, welche Auswirkungen solche Vorverkäufe auf die unsicheren Einzahlungen aus den Verkaufserlösen haben. Dabei wurde aufgezeigt, dass es durch Crowdfunding-Vorverkäufe zu einer vorteilhaften Risikoteilung zwischen dem Unternehmensgründer und den Konsumenten kommen kann und dass ein Vorverkaufsrabatt dabei einen positiven Einfluss auf das Ausmaß der Risikoteilung hat.

Fazit der Beiträge zum Crowdfunding:

Den beiden Beiträgen zum Crowdfunding lag die zentrale Fragestellung zu Grunde, ob Crowdfunding eine sinnvolle und dauerhafte Ergänzung zu traditionellen Kapitalgebern von Unternehmensgründungen sein kann. Beide Beiträge haben sich beschränkt auf Crowdfunding in Form von Vorverkäufen und in beiden Beiträgen wurde jeweils ein Vorteil dieser Variante des Crowfundings aufgezeigt. Der erste Beitrag hat dargelegt, wie durch Crowdfunding-Vorverkäufe Informationen über die unsicheren zukünftigen Verkaufserlöse beschafft werden

können und der zweite Beitrag hat verdeutlicht, wie es durch Crowdfunding-Vorverkäufe zu einer vorteilhaften Risikoteilung für die Unternehmensgründer mit den Konsumenten kommen kann. Demnach kann abschließend festgestellt werden, dass zumindest Crowdfunding in Form von Vorverkäufen auf Grund der genannten, werthaltigen Vorteile eine dauerhafte Ergänzung zu traditionellen Kapitalgebern sein kann.

Literatur

- ADMATI, A. R. & PFLEIDERER, P. 1994. Robust financial contracting and the role of venture capitalists. *The Journal of Finance*, 49, 371-402.
- BELLEFLAMME, P., LAMBERT, T. & SCHWIENBACHER, A. 2010. Crowdfunding: an industrial organization perspective.
- BELLEFLAMME, P., LAMBERT, T. & SCHWIENBACHER, A. 2013. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*.
- DIAMOND, D. W. 1984. Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- HANDELSBLATT FACHMEDIEN GMBH, www.zfbf.de/zahlen.html (29. Januar 2015).
- HARDY, W. 2013. How to perfectly discriminate in a crowd? A theoretical model of crowdfunding.
- LUDWIG, W. 1977. Verwässerungsschutzklauseln bei Wandelschuldverschreibungen. *Kredit und Kapital*, 10, 91-116.
- TUI AG 2011. Wandelanleihe 2011/16 - Anleihebedingungen.

Verwässerungsschutz bei Finanzierungsinstrumenten mit Optionselementen am Beispiel von Wandelanleihen

Timo Greggers und Peter Nippel

Veröffentlicht in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (zfbf)*,
64. Jg. (2012), Heft 5, S. 494-521.

Zusammenfassung

Bei einer Kapitalerhöhung eines Unternehmens kommt es zu einer Verwässerung des Aktienkurses, wenn der Bezugspreis der neuen Aktien unter dem Börsenkurs liegt. Infolge einer solchen Aktienkursverwässerung sinkt der Wert von hybriden Finanzierungsinstrumenten mit Optionselementen, wie z. B. Wandelanleihen. Daher gilt es, die Inhaber derartiger Finanzierungstitel durch geeignete Maßnahmen zu schützen. Wir bestimmen hier zunächst analytisch, wie ein sinnvoller Verwässerungsschutz für Wandelanleihen gestaltet werden muss, und vergleichen dies dann mit den Regelungen in den Bedingungen aktuell umlaufender Wandelanleihe-Emissionen. Wir zeigen, dass bis auf eine Variante alle vorgesehenen Regelungen zum Schutz der Wandelobligationäre nicht den Zweck erfüllen, die Wandelobligationäre gegenüber einer Aktienkursverwässerung zu immunisieren.

Informationsbeschaffung durch Crowdfunding-Vorverkäufe

Timo Greggers

Veröffentlicht als Manuskript aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel unter:

<http://hdl.handle.net/10419/110900>

Zusammenfassung

Unternehmensgründer stehen bei der Finanzierung ihrer Investitionsprojekte oftmals vor Problemen, zum Beispiel wenn Kapitalgeber diese Projekte aufgrund mangelnder Sicherheiten und schwer einzuschätzender Erlöserwartungen nicht finanzieren. Dadurch können auch an sich vorteilhafte Projekte unterlassen werden und ein Wohlfahrtsverlust kann entstehen. Zunächst wird hier anhand eines 2-Perioden-Modells dargestellt, wie es zu einer Situation der Unterinvestition kommen kann, wenn die Vorteilhaftigkeit eines einzelnen Projektes nicht erkannt wird. Hiernach wird das Modell um ein Vorverkaufs-Crowdfunding erweitert und aufgezeigt, wie mit dieser Art des Crowdfundings Informationen über die Erlöse eines Projektes beschafft und vorteilhafte Projekte identifiziert werden können. Die Crowdfunding-Vorverkäufe ähneln dabei einer Stichprobe und erkennen die Vorteilhaftigkeit eines Projektes umso präziser, je größer der Stichprobenumfang ist.

Risikoteilung durch Crowdfunding-Vorverkäufe

Timo Greggers

Veröffentlicht als Manuskript aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel unter:

<http://hdl.handle.net/10419/110911>

Zusammenfassung

Möchte ein Unternehmensgründer ein neues Produkt entwickeln und verkaufen, so sind *ex ante* für gewöhnlich die Qualität des neuen Produktes und die zukünftigen Einzahlungen aus den Verkaufserlösen unsicher, der Gründer ist also einem finanziellen Risiko ausgesetzt. Mittels eines Vorverkaufs-Crowdfundings ist es einem Unternehmensgründer möglich, sein Produkt bereits vor der Entwicklung einem großen Publikum zum Vorverkauf anzubieten. Solche Vorverkäufe sind damit unabhängig von der erst *ex post* bekannten, realisierten Qualität des Produktes und damit sind die gesamten Verkaufserlöse weniger unsicher. Der vorliegende Beitrag betrachtet in einem Modell, unter welchen Umständen Konsumenten an einem Vorverkaufs-Crowdfunding teilnehmen, und analysiert die Auswirkungen solcher Vorverkäufe auf die unsicheren Einzahlungen aus den Verkaufserlösen. Es wird aufgezeigt, wie es durch Crowdfunding-Vorverkäufe zu einer Risikoteilung zwischen dem Unternehmensgründer und den Konsumenten kommen kann und welchen Einfluss dabei ein Vorverkaufsrabatt auf den Umfang der Vorverkäufe und das Ausmaß der Risikoteilung hat.

Lebenslauf

Persönliche Daten

Name: Timo Greggers
Geburtstag und –ort: 27.9.1983 in Schleswig

Bildungsweg

10/2011 – 03/2015 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für
Finanzwirtschaft der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

10/2008 – 08/2010 Studium der Volkswirtschaftslehre (Bachelor) an der
Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

10/2004 – 09/2011 Studium der Mathematik (Diplom) an der Christian-
Albrechts-Universität zu Kiel

08/1994 – 06/2003 Allgemeine Hochschulreife am Gymnasium Domschule in
Schleswig

Praktische Erfahrungen

10/2011 – 03/2015 Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Christian-Albrechts-
Universität zu Kiel, Lehrstuhl für Finanzwirtschaft

04/2006 – 03/2011 Wissenschaftliche Hilfskraft an der Christian-Albrechts-
Universität zu Kiel, Mathematisch-Naturwissenschaftliche
Fakultät

01/2004 – 09/2004 Wehrdienst, Lingen (Ems) und Seeth