

Hainz, Christa; Hornuf, Lars

Research Report

Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes: Eine aktuelle Bestandsaufnahme

ifo-Forschungsberichte, No. 102

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Hainz, Christa; Hornuf, Lars (2019) : Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes: Eine aktuelle Bestandsaufnahme, ifo-Forschungsberichte, No. 102, ISBN 978-3-95942-065-5, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/213571>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

**Praxiserfahrungen mit den
Befreiungsvorschriften des
Kleinanlegerschutzgesetzes:
Eine aktuelle Bestandsaufnahme**

Christa Hainz, Lars Hornuf



Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes: Eine aktuelle Bestandsaufnahme

Autoren

Dr. Christa Hainz

Prof. Dr. Lars Hornuf, M.A. (Essex)

erstellt unter Mitarbeit von

Lisa Nagel, Sarah Reiter und Eliza Stenzhorn

April 2019

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN: 978-3-95942-065-5

Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlags ist es auch nicht gestattet, dieses Buch oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf andere Art zu vervielfältigen.

© ifo Institut, München 2019

Druck: ifo Institut, München

ifo Institut im Internet:
<http://www.cesifo-group.de>

Zusammenfassung

- Für die Untersuchung der Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften nach § 2a VermAnlG wurden insgesamt 56 Plattformen und 846 Emittentinnen erfasst und analysiert.
- Obwohl die Wachstumsrate des Crowdfunding-Marktes in den letzten Jahren etwas zurückging, wuchs der Gesamtmarkt weiterhin kräftig an und verzeichnet mittlerweile ein kumuliertes Volumen von 364 Mio. EUR (Stand: 1.4.2018). Im Durchschnitt wuchs der Crowdfunding-Markt zwischen 2011 und 2017 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 197%. Wachstumstreiber war vor allem die Ausweitung der Immobilienfinanzierungen.
- Die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen haben sich in den letzten Jahren weiterhin von stillen Beteiligungen hin zu partiarischen Darlehen und vor allem Nachrangdarlehen entwickelt. Die Nutzung von Wertpapieren und Prospekten ist nach wie vor gering.
- Zu verzeichnen ist eine starke Zunahme der Emissionen zwischen 1,0 und 2,5 Mio. EUR am Gesamtmarktvolumen. Dass mittlerweile mehr Emittentinnen in die Nähe des Grenzwertes von 2,5 Mio. EUR kommen, kann als Hinweis auf die Effektivität des Grenzwertes gedeutet werden.
- Die Anzahl der Investierenden, die auf Crowdfunding-Portalen exakt 1.000 EUR investierten, stieg nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes (KASG) leicht an. Die Anzahl der Investierenden, die über 10.000 EUR investierten, nahm nach Inkrafttreten des KASG ab.
- Zur Beurteilung der Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften nach §§ 2b, 2c VermAnlG liegen Angaben von 68 sozialen und gemeinnützigen Projekten aus einer Befragung vor. Von den 50 (18) erfassten Projekten im sozialen (gemeinnützigen) Bereich stammen 40 (16) aus der Zeit vor Einführung des KASG und 10 (2) aus der Zeit danach.
- Die befragten Emittentinnen im sozialen Bereich finanzieren sich vorwiegend über Nachrangdarlehen, Genossenschaftsanteile oder stille Beteiligungen. Auch im gemeinnützigen Bereich stellt das Nachrangdarlehen ein beliebtes Finanzierungsinstrument dar, gefolgt von Finanzierungsinstrumenten, bei denen es sich nicht um eine Vermögensanlage gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG handelt.
- Keines der erfassten Projekte das nach Einführung des KASG durchgeführt wurde, ist vom gesamten Pflichten- und Haftungskatalog des VermAnlG erfasst. Ein Projekt konnte von der Befreiung des § 2b VermAnlG Gebrauch machen. Alle anderen Projekte fallen aufgrund der Ausnahmen in § 2 VermAnlG nicht unter das VermAnlG.
- Von den 18 Schwarmfinanzierungen mit sozialer oder gemeinnütziger Zielsetzung erfüllt kaum eine Emission den gesamten Kriterienkatalog um (zusätzlich zu § 2a VermAnlG) auch von den Befreiungen nach § 2b bzw. § 2c VermAnlG Gebrauch machen zu können. Hauptgrund ist das Überschreiten der Sollzinsanforderung.

Die Autoren

Dr. Christa Hainz hat Volkswirtschaftslehre studiert und 2001 an der Ludwig-Maximilians-Universität München promoviert. Dort war sie auch als Assistentin am Seminar für Komparative Wirtschaftsforschung tätig. Gastaufenthalte führten sie an die New York University, die Stockholm School of Economics und die Universität Augsburg. Seit 2008 ist sie wissenschaftliche Mitarbeiterin und stellvertretende Leiterin des ifo Zentrums für Internationalen Institutionenvergleich und Migrationsforschung. Sie ist Autorin zahlreicher Publikationen, die in internationalen Fachzeitschriften veröffentlicht wurden. Ihre Forschungsschwerpunkte umfassen Banking, Corporate Finance und Institutionenökonomie.

Prof. Dr. Lars Hornuf hat Political Economy an der University of Essex studiert und im Jahr 2011 an der Volkswirtschaftlichen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München promoviert. Es folgten Gastaufenthalte an der UC Berkeley, Stanford University, Duke University, Georgetown University und am House of Finance der Goethe-Universität Frankfurt. Im Jahr 2014 erfolgte die Ernennung zum Juniorprofessor für die ökonomische Analyse des Rechts an der Universität Trier. Seit dem Jahr 2016 ist er Affiliated Research Fellow am Max-Planck-Institut für Innovation und Wettbewerb. Im Jahr 2017 hat er einen Ruf auf die Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzdienstleistungen und Finanztechnologie, an die Universität Bremen angenommen. Er ist zudem Gastdozent an der Rotterdam School of Management der Erasmus University sowie an der German Graduate School of Management and Law. Seine Forschungsschwerpunkte umfassen unter anderem FinTech, Law and Finance und die Verhaltenswissenschaften.

Lisa Nagel ist wissenschaftliche Mitarbeiterin und Doktorandin an der Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzdienstleistungen und Finanztechnologie, an der Universität Bremen. Zuvor schloss sie ihren Master of Arts in Wirtschaftssoziologie an der Universität Trier ab. Ihr Forschungsschwerpunkt umfasst Crowdsourced Innovation.

Sarah Reiter ist wissenschaftliche Mitarbeiterin und Doktorandin am ifo Institut. Zuvor schloss sie ihren Master of Science in Volkswirtschaftslehre an der Universität Wien ab. Ihr Forschungsschwerpunkt liegt im Bereich Finanzintermediation.

Eliza Stenzhorn ist wissenschaftliche Mitarbeiterin und Doktorandin an der Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzdienstleistungen und Finanztechnologie, an der Universität Bremen. Zuvor schloss sie ihren Master of Science in Economics an der Universität Trier ab. Ihr Forschungsschwerpunkt umfasst Crowdsourced Innovation.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	III
Tabellenverzeichnis	VII
1 Das Kleinanlegerschutzgesetz und Folgeaktualisierungen.....	1
1.1 Das Kleinanlegerschutzgesetz aus dem Jahr 2015.....	1
1.2 Änderungen und Aktualisierungen.....	5
1.3 Ausblick	6
2 Vergleich der Ergebnisse aus dieser Studie mit den Ergebnissen aus dem Jahr 2016.....	7
3 § 2a VermAnlG: Befreiungen für Schwarmfinanzierungen.....	9
3.1 Methodische Herangehensweise.....	9
3.2 Entwicklung des Crowdfunding-Marktes.....	10
3.3 Anzahl der Schwarmfinanzierungen mit bzw. ohne Prospekt	22
3.4 Ausfälle bei Schwarmfinanzierungen.....	23
3.5 Durch Schwarmfinanzierung eingeworbener Gesamtverkaufspreis je Emittentin	32
3.6 Bei Schwarmfinanzierungen genutzte Vermögensanlagen	36
3.7 Schwarmfinanzierungen außerhalb des Anwendungsbereichs des VermAnlG über die Emission von Wertpapieren	43
3.8 Eigenschaften der Investierenden bei Schwarmfinanzierungen	44
3.9 Anlagebeträge bei Schwarmfinanzierungen	53
3.10 Mehrfach-Investments	57
3.11 Marktkonsolidierung.....	61
3.12 Ausländische Crowdfunding-Plattformen	61
3.13 Weitere Vertriebskanäle.....	63
4 §§ 2b, 2c VermAnlG: Befreiungen für soziale Projekte sowie für gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften.....	65
4.1 Zielsetzung	65
4.2 Methodische Herangehensweise.....	65
4.3 Datenerhebung und Datensatz	67
4.4 Anzahl der Projekte mit bzw. ohne Prospekt.....	70
4.5 Planmäßiger Verlauf der Rückzahlung.....	72
4.6 Verkaufspreise der Vermögensanlage.....	72

Inhaltsverzeichnis

4.7	Vereinbarte Sollzinssätze	75
4.8	Organisationsform der Emittentinnen.....	76
4.9	Erfüllung der Befreiungstatbestände.....	78
4.10	Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme	81
4.11	Verwendete Finanzierungsinstrumente.....	82
4.12	Ziele der Emittentinnen bei sozialen Projekten	84
4.13	Mittelaufnahme in Relation zur Bilanzsumme und Umsatz für soziale Projekte.....	85
4.14	Perzeptionsfragen.....	86
4.14.1	Überblick.....	86
4.14.2	Vergleich: Soziale und gemeinnützige Projekt.....	89
4.14.3	Vergleich einzelner Perzeptionsfragen	91
4.15	Schwarmfinanzierungen von potentiell sozialen und gemeinnützigen Projekten.....	105
4.16	Vergleich von Schwarmfinanzierungen, sozialen und gemeinnützigen Projekten.....	108
	Literaturverzeichnis.....	111
	Anhang	113

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Anzahl erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen sowie tatsächlich erreichtes Emissionsvolumen vom 01.08.2011 bis 01.04.2018 (N = 846)	11
Abb. 2: Anzahl der angebotenen Emissionen pro Quartal (N = 760).....	13
Abb. 3: Anzahl der erfolgreichen Emissionen pro Quartal (N = 669).....	13
Abb. 4: Entwicklung des Crowdfunding-Marktes pro Quartal in Mio. EUR (N = 760)	14
Abb. 5: Alter der Emittentinnen zu Beginn der Finanzierungsphase, kumulative Häufigkeiten (N = 811).....	14
Abb. 6: Emissionsvolumen nach Alter und Volumen der Emittentinnen (N = 821).....	15
Abb. 7: Häufigkeit der erfolgreichen (N = 743) und nicht erfolgreichen (N = 98) Emissionen nach Branchen	18
Abb. 8: Eingesammeltes Volumen je Branche der erfolgreichen Emittentinnen (N = 743)	19
Abb. 9: Projektvolumen der Immobilienprojekte (Gesamtfinanzierungsvolumen 1,3 Mrd. EUR, N = 134)	21
Abb. 10: Emissionen mit und ohne Prospekt (N = 846)	22
Abb. 11: Anzahl der bis zum 01.04.2018 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt im Zeitraum vom 01.08.2011 bis 01.04.2018 (N = 743).....	24
Abb. 12: Anzahl der bis zum 01.04.2018 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt 30 Monate vor Inkrafttreten des KASG (N = 226).....	25
Abb. 13: Anzahl der bis zum 01.04.2018 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt 30 Monate nach Inkrafttreten des KASG (N = 437).....	25
Abb. 14: Kaplan-Meier-Schätzung der Überlebenswahrscheinlichkeit aller Emittentinnen in den ersten 36 Monaten nach dem Crowdfunding (n = 66 Insolvenzen, N = 666 Emissionen)	27
Abb. 15: Kaplan-Meier-Schätzung der Überlebenswahrscheinlichkeit von Unternehmensfinanzierungen in den ersten 36 Monaten nach dem Crowdfunding (n = 63 Insolvenzen, N = 666 Emissionen, darunter 393 Unternehmensfinanzierungen)	27
Abb. 16: Kaplan-Meier-Schätzung der Überlebenswahrscheinlichkeit von Immobilienprojekten in den ersten 36 Monaten nach dem Crowdfunding (n = 1 Insolvenz, N = 666 Emissionen, darunter 184 Immobilienprojekte)	28
Abb. 17: Kaplan-Meier-Schätzung der Überlebenswahrscheinlichkeit von sozialen und ökologischen Projekten in den ersten 36 Monaten nach dem Crowdfunding (n = 2 Insolvenzen, N = 666 Emissionen, darunter 88 soziale und ökologische Projekte).....	28

Abbildungsverzeichnis

Abb. 18: Anzahl der Emissionen nach Rechtsform (N = 828)	30
Abb. 19: Emissionsvolumen nach Rechtsform (N = 828).....	31
Abb. 20: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 743) sowie der Anteil am Gesamtmarktvolumen (367 Mio. EUR) im Zeitraum vom 01.08.2011 bis 01.04.2018.....	33
Abb. 21: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 213) sowie der Anteil am Gesamtmarktvolumen (70 Mio. EUR) bis 30 Monate vor Inkrafttreten des KASG	34
Abb. 22: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 437) sowie der Anteil am Gesamtmarktvolumen (279 Mio. EUR) 30 Monate nach Inkrafttreten des KASG	35
Abb. 23: Anzahl der angebotenen Vermögensanlagen und Wertpapiere pro Quartal (N = 760).....	37
Abb. 24: Angebotene Vermögensanlagen und Wertpapiere (N = 846)	38
Abb. 25: Prozentualer Anteil der Anzahl der angebotenen Vermögensanlagen und Wertpapiere am jeweiligen Gesamtvolumen des betreffenden Zeitraums (N = 846)	39
Abb. 26: Angebotene Vermögensanlagen und Wertpapiere erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen	40
Abb. 27: Emissionsvolumen nach Vermögensanlagen und Wertpapiere erfolgreicher Finanzierungen, gesamt sowie 30 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG	41
Abb. 28: Angebotene Vermögensanlagen und Wertpapiere bei Immobilienfinanzierungen.....	42
Abb. 29: Angebotene Schwarmfinanzierungen außerhalb des Anwendungsbereichs des VermAnlG über die Emission von Wertpapieren.....	43
Abb. 30: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto, basierend auf Selbstangaben der Investierenden	48
Abb. 31: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto, basierend auf Selbstangaben der Investierenden 30 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG...	49
Abb. 32: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto, basierend auf Selbstangaben der Investierenden („Sonstige“: weniger als fünf Investments)	51
Abb. 33: Häufigkeit der Investments durch Kapitalgesellschaften auf dem Portal Companisto, basierend auf Selbstangaben der Investierenden („Sonstige“: weniger als fünf Investments).....	52
Abb. 34: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfunding-Markt (n = 101.369 Investments, N = 253 Emissionen von Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Innovestment, Kickrs.net, Seedmatch und United Equity)	54
Abb. 35: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfunding-Markt (bis 30 Monate vor dem KASG; n = 48.018 Investments, N = 126 Emissionen von Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Innovestment, Kickrs.net, Seedmatch und United Equity)	55

Abb. 36: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfunding-Markt (bis 30 Monate nach dem KASG; n = 50.498 Investments, N = 106 Emissionen von Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Innvestment, Kickrs.net, Seedmatch und United Equity).....	56
Abb. 37: Anzahl der Widerrufe sowie das widerrufen Investitionsvolumen für 59 Emissionen 30 Monate vor Inkrafttreten des KASG, sowie 47 Emissionen 30 Monate nach Inkrafttreten des KASG auf den Plattformen Bettervest und Seedmatch	57
Abb. 38: Anzahl der ausgefallenen Projekte im Falle einer Insolvenz (N = 536).....	58
Abb. 39: Anteil der Investierenden, die nach der ersten erlebten Insolvenz weiter investiert haben (N = 536).....	59
Abb. 40: Verlust der Investierenden nach der ersten erlebten Insolvenz (N = 536)	60
Abb. 41: Anzahl finanziert deutscher Emittentinnen auf Crowdfunding-Portalen in Österreich, Schweden, der Schweiz, Großbritannien und den USA bis zum 01.04.2018.....	62
Abb. 42: Anzahl der sozialen Projekte mit und ohne Prospekt (N = 47)	71
Abb. 43: Anzahl der gemeinnützigen Projekte mit und ohne Prospekt (N = 18)	71
Abb. 44: Anzahl der sozialen Projekte unterteilt nach Verkaufspreis der Vermögensanlage (N = 50).....	73
Abb. 45: Anzahl der gemeinnützigen Projekte unterteilt nach Verkaufspreis der Vermögensanlage (N = 18)	74
Abb. 46: Organisationsformen der Emittentinnen mit sozialen Projekten (N = 50).....	77
Abb. 47: Organisationsformen der Emittentinnen mit gemeinnützigen Projekten (N = 18)	78
Abb. 48: Von sozialen Organisationen ausgegebene Finanzierungsinstrumente (N = 47); Mehrfachnennungen möglich.....	83
Abb. 49: Von gemeinnützigen Organisationen ausgegebene Finanzierungsinstrumente (N = 18).....	84
Abb. 50: Verwendung der Vermögensanlage bei sozialen Projekten (N = 50).....	85
Abb. 51: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform – soziale Projekte (N = 50)	91
Abb. 52: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform – gemeinnützige Projekte (N = 18)	92
Abb. 53: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform – nach Vermögensanlage (N = 57).....	93
Abb. 54: Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen – nach Vermögensanlage (N = 57)	94

Abbildungsverzeichnis

Abb. 55: Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken – nach Vermögens-anlage (N = 57).....	95
Abb. 56: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal – soziale Projekte (N = 50).....	96
Abb. 57: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal – gemeinnützige Projekte (N = 18).....	97
Abb. 58: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal – nach Vermögensanlage (N = 57).....	98
Abb. 59: Das gewählte Finanzierungsinstrument war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument – nach Vermögensanlage (N = 57).....	99
Abb. 60: Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektspflicht unterliegt – nach Vermögensanlage (N = 57).....	100
Abb. 61: Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen – nach Vermögensanlage (N = 57).....	101
Abb. 62: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden – soziale Projekte (N = 50).....	102
Abb. 63: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden – gemeinnützige Projekte (N = 18).....	103
Abb. 64: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden – nach Vermögensanlage (N = 57).....	104
Abb. 65: Befragungsanschreiben.....	114
Abb. 66: Fragebogen der Befragung zur Praxiserfahrung mit den Befreiungsvorschriften des KASG.....	115

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Aktive Crowdfunding-Portale in Deutschland	16
Tab. 2: Eigenschaften der Investierenden auf deutschen Crowdfunding-Portalen	45
Tab. 3: Crowdfunding-Vertriebskanäle über Finanzinstitute	64
Tab. 4: Anzahl der kontaktierten Emittentinnen zu § 2b und § 2c VermAnlG	66
Tab. 5: Anzahl der erhobenen Projekte vor und nach Inkrafttreten des KASG	69
Tab. 6: Sollzinssätze für soziale Projekte.....	75
Tab. 7: Sollzinssätze für gemeinnützige Projekte	76
Tab. 8: Erfüllung der Ausnahme- und Befreiungstatbestände bei sozialen Projekten.....	80
Tab. 9: Erfüllung der Ausnahme- und Befreiungstatbestände bei gemeinnützigen Projekten ...	81
Tab. 10: Gesamtinvestitionssumme und Anteil Vermögensanlage für soziale Projekte (N = 46)	82
Tab. 11: Gesamtinvestitionssumme und Anteil Vermögensanlage für gemeinnützige Projekte (N = 14).....	82
Tab. 12: Mittelaufnahme in Relation zu Bilanzsumme bzw. Umsatz für soziale Projekte.....	86
Tab. 13: Auswertung Perzeptionsfragen (N = 68)	88
Tab. 14: Vergleich der Perzeptionsfragen zwischen gemeinnützigen und sozialen Projekten (N = 68)	90
Tab. 15: Schwarmfinanzierung die potentiell unter § 2b bzw. § 2c VermAnlG fallen könnten ..	106
Tab. 16: Vergleich Emissionen §§ 2a, b und c VermAnlG.....	110

1 Das Kleinanlegerschutzgesetz und Folgeaktualisierungen

Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) vom 03.07.2015 enthielt zahlreiche Gesetzesänderungen zur Regulierung der Finanzmärkte. Auslöser für die Gesetzesinitiative war vor allem die Insolvenz des Energieunternehmens PROKON, bei der circa 75.000 Kleinanleger betroffen waren. Im Zuge der Evaluierung des Gesetzes im Jahr 2016 wurden die eingeführten Neuerungen teilweise nochmals überarbeitet.

1.1 Das Kleinanlegerschutzgesetz aus dem Jahr 2015

Gesetzesänderungen wurden insbesondere am VermAnlG vorgenommen, welches das öffentliche Angebot nicht verbriefter Vermögensanlagen regelt.¹ So wurde etwa der Anwendungsbereich des Gesetzes auf partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen erweitert. Das VermAnlG erfasst nun folgende Vermögensanlagen: Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren², Anteile an einem Treuhandvermögen, partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen, partiarische Nachrangdarlehen, Genussrechte, Namensschuldverschreibung und sonstige Anlagen³.

Das VermAnlG enthält Regeln zur Mindestlaufzeit und Kündigung von Vermögensanlagen (§ 5a VermAnlG), zur Prospektpflicht (§§ 6 ff. VermAnlG) und Prospekthaftung (§§ 20 ff. VermAnlG) sowie zur Rechnungslegung (§§ 23–25 VermAnlG). Sein Anwendungsbereich ist nur eröffnet, wenn nicht verbrieft Vermögensanlagen (s.o.) öffentlich angeboten werden. Ein Angebot ist öffentlich, wenn es sich an einen unbestimmten Personenkreis wendet. Das ist insbesondere dann nicht der Fall, wenn bereits eine persönliche Beziehung zwischen Anbieter und Erwerber besteht (Zwissler, 2013).

Von den Pflichten und Haftungsvorschriften des VermAnlG werden Ausnahmen gewährt. Bereits vor der Einführung des Kleinanlegerschutzgesetzes bestanden in § 2 VermAnlG Ausnahmetatbestände. Finanzierungsprojekte, die von § 2 VermAnlG erfasst sind, werden von den Anforderungen der §§ 5a bis 26 VermAnlG befreit,⁴ insbesondere von der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts (§ 6 VermAnlG). Ferner bestehen Ausnahmen für das öffentliche Angebot von Anteilen an einer Genossenschaft ohne erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb (Nr. 1), für Genossen-

¹ Weitere Änderungen betreffen etwa den Anlegerschutz im WpHG und im FinDAG. Siehe dazu etwa Buck-Heeb (2015).

² Genossenschaftsanteile, stille Beteiligungen, Anteile an Personengesellschaften (GbR, OHG, KG), GmbH-Anteile und Beteiligungen an ausländischen Unternehmen anderer Rechtsformen.

³ Insbesondere Direktinvestments in Sachgüter, z.B. der Erwerb von Schiffscontainern, Güterwagons oder Rohstoffen. Es muss jedoch ein Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewährt oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld ein vermögenswerter auf Barausgleich gerichteter Anspruch vermittelt werden.

⁴ Mit Ausnahme von § 18 Abs. 2 und § 19 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG.

schaften, die ein partiarisches Darlehen, Nachrangdarlehen oder eine sonstige Anlage ohne erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb öffentlich anbieten (Nr. 1a)¹, für Privatplatzierungen (*private placements*), bei denen nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden (Nr. 3 lit. a) und Emissionen, bei denen im Zeitraum von zwölf Monaten der Gesamtverkaufspreis der angebotenen Anteile einer Vermögensanlage 100.000 EUR nicht übersteigt (Nr. 3 lit. b).

Neu eingeführt durch das Kleinanlegerschutzgesetz wurden die Befreiungsvorschriften der §§ 2a bis 2c VermAnlG. Ähnlich wie in § 2 VermAnlG werden darin für bestimmte Finanzierungsprojekte Ausnahmen von den Regelungen des VermAnlG vorgesehen. Die Befreiungskataloge sind nicht ganz so umfangreich wie in § 2 VermAnlG, umfassen allerdings so wichtige Vorschriften wie die Prospektpflicht.

§ 2a VermAnlG privilegiert Projekte, die über Crowdfunding finanziert werden. Bei einer solchen Schwarmfinanzierung können gerade junge Unternehmen ihre innovativen Geschäftsideen auf Onlineplattformen präsentieren und in Finanzierungsrunden um Anlegerinnen und Anleger werben. Das Angebot richtet sich gerade auch an Kleinanleger, da die Mindestbeteiligungen mit teilweise nur 1 EUR sehr niedrig angesetzt sind (Hornuf & Schwienbacher, 2018). Die Finanzierung durch die Crowd soll es Start-Ups erleichtern, die Finanzierungsschwierigkeiten in der frühen Phase eines Unternehmens zu überwinden (Carpenter & Petersen, 2002; Cassar, 2004). Darüber hinaus kann das Crowdfunding einen Werbeeffect für das emittierende Unternehmen haben und als Indikator für einen möglichen Erfolg der Geschäftsidee am Markt dienen (Colombo & Shafi, 2016; Grüner & Siemroth, 2018). Die wichtigste Privilegierung ist der Wegfall der Prospektpflicht gem. § 6 VermAnlG. Der Anbieter muss lediglich ein Vermögensanlagen-Informationenblatt (VIB) gem. § 13 VermAnlG erstellen. Neben der Befreiung von der Prospektpflicht enthält § 2a VermAnlG insbesondere Erleichterungen bezüglich der Mindestlaufzeit (§ 5a VermAnlG) und der Rechnungslegung (§§ 23–25 VermAnlG).

Die Anwendung des § 2a VermAnlG ist an einige Voraussetzungen geknüpft. So durfte der Gesamtverkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter (siehe zu diesem Merkmal auch „Änderungen und Aktualisierungen“, S. 5f) angebotenen Vermögensanlagen derselben Emittentin 2,5 Mio. EUR nicht übersteigen. Ferner werden nur solche Crowdfinanzierungen gemäß § 2a VermAnlG privilegiert, die mit partiarischen Darlehen, Nachrangdarlehen oder sonstigen Anlagen gemäß § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG durchgeführt werden. Die zu Anfangszeiten des Crowdfunding häufig eingesetzten stillen Beteiligungen fallen nicht in den Anwendungsbereich der Ausnahmegesetz und unterliegen damit der vollen Prospektpflicht, solange sie nicht einen Tatbestand des § 2 VermAnlG erfüllen. Außerdem muss die Crowdfinanziererin oder der Crowdfinanzierer gemäß § 2a Abs. 3 VermAnlG eine Selbstausskunft über ihr oder sein Einkommen und Vermögen bei der Plattform abgeben, wenn der Gesamtbetrag der Vermögensanlage derselben Emittentin, die von einer Anlegerin oder einem Anleger erworben werden, 1.000 EUR übersteigt. Beim Erreichen bestimmter

¹ Neu eingeführt durch das KASG.

Vermögens- oder Einkommenswerte darf der Investierende maximal 10.000 EUR anlegen. Diese Beschränkungen gelten jedoch nicht für Kapitalgesellschaften.

Eine wichtige Einschränkung betrifft den Vertriebskanal. Vermögensanlagen dürfen gem. § 2a Abs. 3 VermAnlG nur von Internet-Dienstleistungsplattformen im Wege der Anlagevermittlung oder Anlageberatung vertrieben werden. Dafür kommen nur Dienstleister in Betracht, die durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet sind, mithilfe der Selbstauskunft die formale Einhaltung der soeben genannten Anlagegrenzen zu überprüfen. Die Plattformpflicht knüpft an die Gatekeeper-Funktion an, die den Crowdfunding-Plattformen als wiederholten Akteuren (*repeat players*) zugeschrieben wird.

§ 2b VermAnlG befreit die Emittentinnen ebenfalls von einem Großteil der Vorschriften des VermAnlG. Vor allem die Erstellung eines Prospekts entfällt. Privilegiert werden nur solche Projekte, die in ihrer Satzung eine soziale Zielsetzung festgelegt haben (§ 2b Abs. 2 S. 1 VermAnlG). Was genau als sozial anzusehen ist, wird nicht näher definiert. Im ursprünglichen Gesetzesentwurf der Bundesregierung hieß es, dass die Vorschrift für „Projekte zur Schaffung von preisgünstigem Wohnraum und Räumlichkeiten für Kleinstgewerbe oder zum günstigen Aufbau und Unterhalt von Kindertagesstätten“ (BR-Drs. 638/14, S. 46) gedacht war. Während der darauffolgenden Beratungen im Bundestag wurde „bei den sozialen Projekten [...] großen Wert darauf gelegt, eine Ausweitung auf sämtliche Rechtsformen zu erreichen“ (BT-Drs. 18/4708, S. 57). Man habe mit den gesetzlichen Veränderungen in diesem Bereich vielen betroffenen Projekten und Initiativen geholfen und wolle damit die Vielfalt dieser Projekte in Deutschland erhalten und weiter fördern.

Vom Anwendungsbereich des § 2b VermAnlG werden nur partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen erfasst. Sonstige Anlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG fallen im Gegensatz zu § 2a VermAnlG nicht unter die Vorschrift. Außerdem darf gemäß § 2b Abs. 1 S. 1 VermAnlG für den Vertrieb der Vermögensanlage keine erfolgsabhängige Vergütung gezahlt werden. Der Gesamtverkaufspreis der Vermögensanlagen ist auf 2,5 Mio. EUR beschränkt und der vereinbarte jährliche Sollzins (§ 489 Abs. 5 BGB) darf den höheren der beiden Werte von 1,5% oder der marktüblichen Emissionsrendite für Anlagen am Kapitalmarkt in Hypothekendarlehen mit gleicher Laufzeit nicht überschreiten. Die Emittentin muss auch bestimmte Bilanz- und Umsatzanforderungen erfüllen (§ 2b Abs. 2 S.1 VermAnlG).

§ 2c VermAnlG komplettiert die Befreiungsvorschriften. Die Regelung sieht wie § 2a und § 2b VermAnlG Ausnahmen von den Normen des VermAnlG vor und richtet sich an gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften. Der Gesetzgeber ließ sich von folgenden Erwägungen leiten: „Bei den gemeinnützigen Organisationen sei es ebenfalls wichtig gewesen, die ehrenamtlich Tätigen von bürokratischen und zumeist auch kostspieligen Auflagen zu befreien. Damit wolle man auch den Vertrauensvorschuss gegenüber den vielen Millionen Bürgern in Deutschland verdeutlichen, die sich in einem Ehrenamt gemeinnützig engagieren würden“ (BT-Drs. 18/4708, S. 57).

Die Emittentin muss entweder eine Körperschaft sein, die nach § 52 Abs. 2 S. 1 AO als gemeinnützig anerkannt ist, oder eine inländische Kirche oder Religionsgemeinschaft, die in der Rechtsform einer Körperschaft des öffentlichen Rechts verfasst ist. Der § 52 AO sieht die Verfolgung gemeinnütziger Zwecke als gegeben an, wenn die Tätigkeit der Körperschaft darauf gerichtet ist, die Allgemeinheit auf materiellem, geistigem oder sittlichem Gebiet selbstlos zu fördern (§ 52 Abs. 1 S. 1 AO). Eine Förderung der Allgemeinheit ist nicht gegeben, wenn der Kreis der Personen, dem die Förderung zugutekommt, fest abgeschlossen ist, zum Beispiel Zugehörigkeit zu einer Familie oder zur Belegschaft eines Unternehmens, oder infolge seiner Abgrenzung, insbesondere nach räumlichen oder beruflichen Merkmalen, dauernd nur klein sein kann (§ 52 Abs. 1 S. 2 AO). Körperschaften im Sinne des § 52 AO sind solche Rechtssubjekte, die vom KStG erfasst werden. Damit fallen insbesondere Kapitalgesellschaften, Genossenschaften, Vereine, Anstalten und Stiftungen in den Anwendungsbereich der Vorschrift. Von § 2c Abs. 2 Nr. 2 VermAnlG können auch nichtchristliche Religionsgemeinschaften Gebrauch machen, da in den letzten Jahren zum Beispiel einige muslimische Gemeinden die Rechtsform der Körperschaft des öffentlichen Rechts angenommen haben.

Im Gegensatz zu § 2a und § 2b VermAnlG besteht bei § 2c VermAnlG keine Pflicht zur Erstellung eines VIB. Ferner werden nochmals umfangreichere Befreiungen von den Rechnungslegungsvorschriften gewährt, wenn der Gesamtverkaufspreis der Vermögensanlagen 250.000 EUR nicht übersteigt (§ 2c Abs. 1 S. 3). Ansonsten bestehen vergleichbare Anforderungen wie bei § 2b VermAnlG. Bei der Emission darf keine erfolgsabhängige Vergütung gezahlt werden und der Gesamtverkaufspreis der Vermögensanlagen ist auf 2,5 Mio. EUR beschränkt. Ferner gelten die bei § 2b VermAnlG beschriebenen Beschränkungen bezüglich des vereinbarten jährlichen Sollzinsatzes. Anforderungen an Umsatz- und Bilanzgrößen bestehen bei § 2c VermAnlG hingegen nicht.

Die Anlegerinnen und Anleger, die in Projekte im Anwendungsbereich der §§ 2a bis 2c VermAnlG investieren, erhalten gemäß § 2d VermAnlG ein ebenfalls durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingeführtes Widerrufsrecht.

1.2 Änderungen und Aktualisierungen

Auf die Empfehlung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages hin wurden einige der durch das KASG betroffenen Vorschriften im Rahmen des Umsetzungsgesetzes zur Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie punktuell ergänzt. Diese Änderungen beruhen sämtlich auf den Handlungsempfehlungen des Evaluierungsberichts der Bundesregierung zum KASG aus dem Jahr 2016.

Der Evaluierungsbericht hatte verschiedene gesetzliche Maßnahmen empfohlen:

- Da Immobilienfinanzierungen nicht vom gesetzgeberischen Ziel der Förderung junger Unternehmen erfasst werden, empfahl der Bericht ihre Ausnahme aus dem Anwendungsbereich des § 2a VermAnlG. Eine Entscheidung über diese Empfehlung wurde bis zum Ablauf einer weiteren Evaluierung bis zum Beginn des Jahres 2019 vertagt.
- Umgesetzt wurde dagegen die Empfehlung, bei dem Schwellenwert von 2,5 Mio. EUR gem. § 2a VermAnlG die Bezugnahme auf den Anbieter zu streichen. Dadurch wird klargestellt, dass der Schwellenwert von 2,5 Mio. EUR nicht einzeln für jede Crowdfunding-Plattform berechnet wird, sondern kumulativ für die Emittentin, unabhängig davon, über wie viele Plattformen die Vermögensanlage vertrieben wird.
- Mangels praktischer Relevanz (Hainz, Hornuf & Klöhn, 2016) wurde von der teilweise geforderten Anhebung der Schwellenwerte für einzelne Anlegerinnen und Anleger und die gesamte Emission abgeraten. Dementsprechend ergingen auch keine regulatorischen Änderungen.
- Um die Gatekeeper-Funktion der Crowdfunding-Plattformen sicherzustellen, empfahl der Bericht, Angebote von der Privilegierung auszunehmen, deren Emittentin mit der Crowdfunding-Plattform personell verknüpft oder im Sinne des Aktienrechts (§ 15 AktG) verbunden ist. Die gesetzliche Umsetzung ging über diese Empfehlung noch hinaus und nimmt nunmehr alle Emittenten von der Privilegierung aus, die auf das Unternehmen, das die Internet-Dienstleistungsplattform betreibt, unmittelbar oder mittelbar maßgeblichen Einfluss ausüben können. Die personelle Verknüpfung oder aktienrechtliche Verbundenheit sind als bloße Regelsbeispiele keine harte Voraussetzung für diese Einflussmöglichkeit.
- Grundlegend überarbeitet wurden die Regelungen zum VIB. Entsprechend den Handlungsempfehlungen der Bundesregierung erfolgt gem. § 13 Abs. 2 VermAnlG nunmehr eine formale Prüfung des VIB durch die BaFin. Erst nach der Gestattung durch die BaFin darf das VIB veröffentlicht werden (§ 13 Abs. 2 S. 1 VermAnlG) und das Angebot beginnen (§ 13 Abs. 1 VermAnlG). Zudem wurde das VIB stärker formalisiert – die Reihenfolge der Angaben ist nunmehr zwingend – und muss einige neue Pflichtangaben zum Risiko des Totalausfalls und zu den Entgelten der Crowdfunding-Plattformen enthalten. Schließlich müssen Crowdfunding-Plattformen die VIBs gem. § 13a VermAnlG ohne Zugangsbeschränkung auf ihren Internetseiten zur Verfügung stellen, um zu verhindern, dass Investierende das VIB erst nach Vertragsabschluss erhalten (Klöhn, 2017).

Bei den Befreiungsvorschriften der §§ 2b, 2c VermAnlG für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften gab es aufgrund der fehlenden praktischen Erfahrungen entsprechend den Empfehlungen des Berichts der Bundesregierung keine Neuerungen.

1.3 Ausblick

Soweit ersichtlich gibt es gegenwärtig keine Gesetzesinitiativen zu Vorschriften, die durch das KASG betroffen waren.

Es bleibt abzuwarten, wie sich die Veränderungen im Wertpapierprospektgesetz (WpPG) auf das Crowdfunding auswirken werden. Mit dem Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-ProspektVO und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze vom 10. Juli 2018 besteht bei Wertpapieren erst ab einem Gesamtvolumen von 8 Mio. EUR eine Prospektpflicht. Die Voraussetzungen dafür sind stark an das KASG angelehnt: Sind nicht qualifizierte Anlagerinnen und Anleger betroffen, dürfen die Emittentinnen die Wertpapiere nicht direkt vertreiben und der Vertrieb muss über Anlagevermittlerinnen und Anlagevermittler oder Anlageberaterinnen und Anlageberater erfolgen. Zudem muss ein Wertpapier-Informationenblatt veröffentlicht werden (§ 3a WpPG). Dieses muss ebenso wie das VIB von der BaFin formal geprüft und gestattet werden (§ 3a Abs. 2 WpPG). Kritisiert wird, dass das Unabhängigkeitskriterium aus § 2a Abs. 5 VermAnlG keinen Einzug in das WpPG gefunden hat (Klöhn, 2018). Die Anlagegrenzen für Anlegerinnen und Anleger, die keine Kapitalgesellschaft gem. § 2a Abs. 3 VermAnlG sind, wurden in § 3c WpPG auf nicht qualifizierte Anlegerinnen und Anleger übertragen.

Mit diesen Neuerungen haben Emittentinnen somit neben der Ausgabe von Vermögensanlagen die Möglichkeit, mit Wertpapieren eine deutlich höhere Gesamtsumme einzusammeln. Da die Angebote prospektfrei sind, profitieren aber auch sie nicht von einem EU-Pass.

2 Vergleich der Ergebnisse aus dieser Studie mit den Ergebnissen aus dem Jahr 2016

Im Vergleich zur letzten Studie, die im Jahr 2016 in Auftrag gegeben wurde, konnte die Datenbasis für den § 2a VermAnlG in der vorliegenden Analyse noch einmal deutlich erweitert werden. Bis zum 01.04.2018 wurden insgesamt 56 Plattformen und 846 Emittentinnen analysiert.

Obwohl die Marktwachstumsrate in den letzten Jahren etwas zurückging, wuchs der Gesamtmarkt weiterhin kräftig an und verzeichnet mittlerweile ein kumuliertes Volumen von 364 Mio. EUR. Im Durchschnitt wuchs der Markt zwischen 2011 und 2017 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 197%. Wachstumstreiber war vor allem die Ausweitung der Immobilienfinanzierungen, die sich im letzten Bericht bereits abzeichnete. Lässt man die Immobilienfinanzierung außen vor, wäre der Markt mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von nur 141% gewachsen. Die Nutzung von Wertpapieren und Prospekten war weiterhin äußerst selten zu konstatieren. Auch bei der Ausfallquote gab es kaum merkliche Veränderungen. Wenn überhaupt, nahmen die Insolvenzen leicht ab, was vor allem auf die Vermittlung von Immobilienfinanzierungen zurückzuführen sein dürfte, die bislang nur eine Insolvenz zu verzeichnen hatten.

Eine Auswertung nach dem Gesamtverkaufspreis zeigt, dass vor allem der Anteil von Emissionen zwischen 1,0 und 2,5 Mio. EUR prozentual am Gesamtmarktvolumen stark zugenommen hat. Dass mittlerweile mehr Emittentinnen in die Nähe des Grenzwertes von 2,5 Mio. EUR kamen, kann als Hinweis auf die Effektivität des Grenzwertes von 2,5 Mio. EUR gedeutet werden, der eine Befreiung von der Prospektpflicht ermöglicht. Die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen haben sich in den letzten Jahren weiterhin weg von stillen Beteiligungen hin zu partiarischen Darlehen und vor allem Nachrangdarlehen entwickelt.

Die Eigenschaften der Investierenden auf den Crowdfunding-Portalen haben sich nur unwesentlich verändert. Beispielsweise verdoppelte sich auf der Plattform Companisto die Nutzung von Kapitalgesellschaften in der Rechtsform der GmbH, jedoch belief sich das gesamte Investitionsvolumen in dieser Rechtsform auf nur rund 1,1 Mio. EUR. Dass sich eine professionelle Investment-Industrie mittels Kapitalgesellschaften zur Aushebelung des Grenzwertes von 10.000 EUR entwickelt hätte, kann weiterhin nicht konstatiert werden. Prozentual trugen die Investierenden, die mehr als 1.000 EUR investierten, mittlerweile etwas weniger zum Gesamtmarktvolumen bei. Die Anzahl der Investierenden, die exakt 1.000 EUR investierten, stieg nach Inkrafttreten des KASG leicht an. Die Anzahl der Investierenden, die über 10.000 EUR investierten, nahm nach Inkrafttreten des KASG ab und sank von 0,6% auf 0,1%.

Um die Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften nach §§ 2b, 2c VermAnlG zu erheben, wurden erneut Emittentinnen sozialer und gemeinnütziger Projekte kontaktiert. Auf diese Weise konnte die Zahl der Beobachtungen auf 68 (50 von sozialen und 18 von gemeinnützigen Projekten) erhöht werden. Bei den Ergebnissen gab es kaum Veränderungen. Es wurden weiterhin so

gut wie keine Prospekte emittiert. Auch verlief die Rückzahlung in allen Fällen planmäßig. Unverändert blieben auch die gewählte Organisationsform sowie die Ziele der sozialen Projekte. Bei den Gesamtinvestitionssummen und dem Anteil der Vermögensanlagen gab es Veränderungen, die aber auf die geringe Fallzahl zurückzuführen sein könnten. Diese könnte auch erklären, weshalb die durchschnittlichen Verkaufspreise für soziale Projekte gesunken und für gemeinnützige Projekte gestiegen sind.

Die Zinssätze von Emissionen für soziale Projekte bewegen sich wie in der Studie aus dem Jahr 2016 im Bereich von 0,1% bis 4,5%. Insgesamt entsteht in der vorliegenden Studie der Eindruck, dass die Zinssätze für soziale Projekte nach Einführung des KASG niedriger liegen. Soziale Projekte emittieren oft Nachrangdarlehen und, häufiger als in der Studie 2016, Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren (hauptsächlich Genossenschaftsanteile und stille Beteiligungen). Gemeinnützige Projekte nutzen nach wie vor überwiegend Nachrangdarlehen und Finanzierungsinstrumente, die nicht als Vermögensanlage gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG zu charakterisieren sind.

Um die Erfüllung der Befreiungsvorschriften und Ausnahmen zu beurteilen, kann nun auf Informationen für zehn soziale Projekte zurückgegriffen werden, die nach Einführung des KASG durchgeführt wurden. Keines der Projekte wird vom gesamten Pflichten- und Haftungskatalog des VermAnlG erfasst. Ein Projekt hat von der Befreiung des § 2b VermAnlG Gebrauch machen können. Alle anderen Projekte fallen aufgrund der Ausnahmen in § 2 VermAnlG nicht unter das VermAnlG. Dieses Ergebnis deckt sich, ebenso wie die Analyse für gemeinnützige Projekte, mit der Einschätzung aus der Studie 2016.

Die Antworten auf die Perzeptionsfragen entsprechen im Großen und Ganzen denjenigen aus der Studie 2016. Für die Kreditfinanzierung entsteht in der vorliegenden Studie der Eindruck, dass die Schonung des Kreditrahmens wichtiger und die Finanzierungsbereitschaft der Banken geringer ist. Außerdem wurde die Vermeidung der Prospektspflicht nun etwas häufiger als Grund für die Ausgabe einer Vermögensanlage genannt als in der Studie 2016.

3 § 2a VermAnlG: Befreiungen für Schwarmfinanzierungen

3.1 Methodische Herangehensweise

Grundlage der Auswertung ist die Crowdfunding-Datenbank, die ein Autor dieses Gutachtens, Lars Hornuf, seit dem 01.08.2011 pflegt und aktuell hält. Die dort verzeichneten Informationen basieren auf einer regelmäßigen Recherche auf den Internetseiten der unterschiedlichen Crowdfunding-Portale, einschlägigen Branchenreports, relevanten Blogs, dem Unternehmensregister, dem Handelsregister, Insolvenzbekanntmachungen und den BaFin Datenbanken für Prospekte.¹ In der Datenbank nicht enthalten sind Portale, die zum Beispiel von Banken betrieben werden und nur den eigenen Kundinnen und Kunden zur Verfügung stehen. Die Datenbank enthält u.a. detaillierte Informationen zu:

- Anzahl und Emissionsvolumen der Portale sowie zu sämtlichen Emittentinnen;
- Anzahl und Emissionsvolumen der insolventen, liquidierten sowie fusionierten Schwarmfinanzierungsportale;
- Anzahl und Emissionsvolumen der insolventen und liquidierten Emittentinnen;
- Finanzierungen durch Venture Capital Fonds und Exit-Möglichkeiten der Anlegerinnen und Anleger;
- Informationen zur Anzahl der mit und ohne Prospekt durchgeführten Emissionen;
- in der Finanzierungspraxis verwendete Finanzierungsprodukte.

Die Datenbank beinhaltet Unternehmensfinanzierungen, Immobilienfinanzierungen, Finanzierungen sozialer und ökologischer Projekte und Filmfinanzierungen, die unter die Befreiungsvorschriften in § 2a VermAnlG fallen. Im Rahmen der Auswertung werden folgende Crowdfunding-Plattformen berücksichtigt: aescuvest, Bankless 24, Bergfürst, Berlin Crowd, BestBC, Bettervest, Companisto, Conda, Crowdnine, CrowdPatent, Crowdrange, CrowdTrader, Deutsche Mikroinvest, die-beteiligungsplattform, DUB, Econeers, Exporo, FinMatch, Finnest, FundedByMe, FunderNation, Fundsters, Geldwerk1, Green Rocket, GreenVesting, Grundag, GründerPlus, Home Rocket, iFunded, Immo-Folio, Investment, Kapilendo, Kapitalfreunde, Katrim, Kickrs.net, LeihDeinerUmweltGeld, Lightfin, LoveCrowd, medifundo, Mezzany, My Business Backer,

¹ Vgl. https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Prospektbanken/prospektbanken_node.html.

Power4Projects, ReaCapital, Renditefokus, Seed-Experts, Seedmatch, spacestarters, Startkapital Online, Startnext, transvendo, UnitedEquity, Welcome Investment, Unternehmerich, Zinsbaustein, Zinscrowd und Zinsland.

Im Vergleich zur letzten Studie, die im Jahr 2016 vom Bundesministerium der Finanzen in Auftrag gegeben wurde (Hainz, Hornuf & Klöhn, 2016), konnten in der vorliegenden Untersuchung für eine Vielzahl an Finanzierungen zusätzliche Daten erhoben werden, die vor zwei Jahren noch nicht verfügbar waren. Außerdem wurden zusätzliche Informationen u.a. zu Immobilienfinanzierungen und Kooperationen mit Banken erhoben. Mangels Transparenz auf der Internetseite und unzureichender Datenverfügbarkeit kann die Plattform Deutsche Mikroinvest weiterhin nicht untersucht werden. Die vorliegende Auswertung deckt den Markt für Schwarmfinanzierungen, die unter die Befreiungsvorschriften in § 2a VermAnlG fallen, dennoch nahezu vollständig ab. Die Auswertungen beschränken sich auf den Beobachtungszeitraum vom 01.08.2011 bis 01.04.2018, d.h. es werden alle verfügbaren Schwarmfinanzierungen seit Beginn dieser neuen Finanzierungsform untersucht.¹

3.2 Entwicklung des Crowdfunding-Marktes

Bis zum 01.04.2018 boten deutsche Crowdfunding-Portale 846 Finanzierungen an, von denen 743 erfolgreich vermittelt wurden (siehe Abb. 1). Die Quote der erfolgreich vermittelten Finanzierungen ist mit 88% somit weiterhin hoch. Im Vergleich zum letzten Bericht kam es zu einem deutlichen Marktwachstum. Mit 425 erfolgreichen Finanzierungen fällt die Mehrzahl der Schwarmfinanzierungen immer noch in den Bereich Unternehmensfinanzierung. Außerdem können 193 Projekte der Immobilienfinanzierung zugeordnet werden sowie 124 sozialen und ökologischen Projekten. Zudem wurde eine Filmfinanzierung berücksichtigt. Insgesamt betrug das Finanzierungsvolumen 364 Mio. EUR. Davon entfielen 114 Mio. EUR auf die Finanzierung von Unternehmen, 220 Mio. EUR auf die Immobilienfinanzierung, 29 Mio. EUR auf die Finanzierung sozialer und ökologischer Projekte sowie 400.000 EUR auf eine Filmfinanzierung.

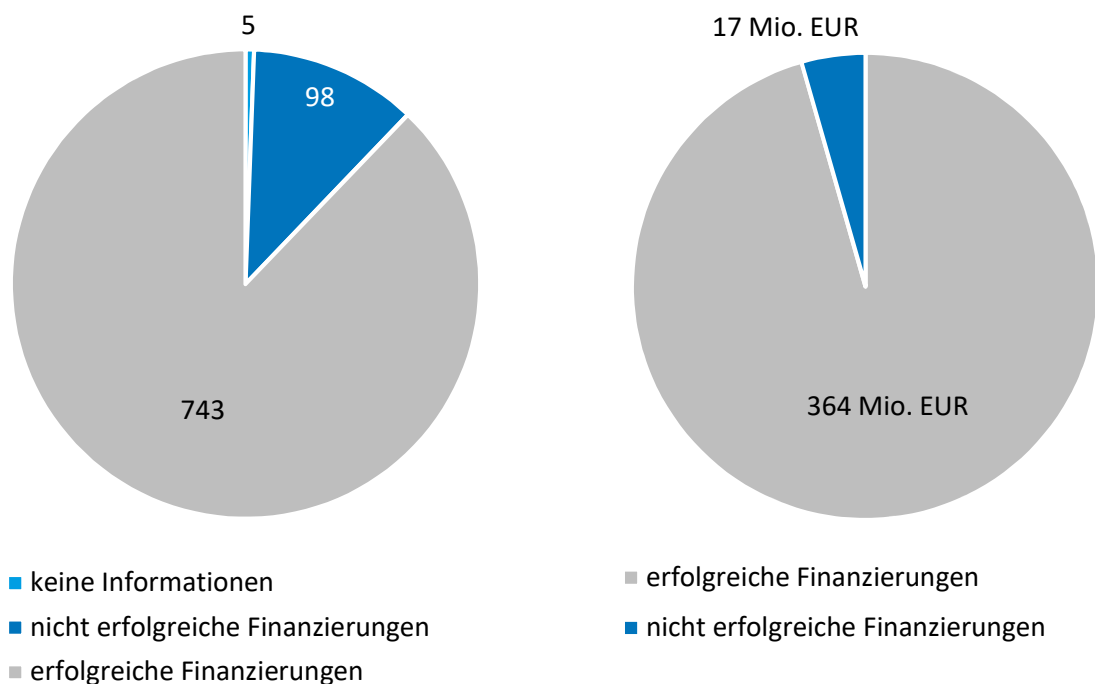
Mit einem Anteil von 60% hat die Mehrzahl der 193 erfolgreichen Immobilienfinanzierungen das Ziel, einen Neubau zu finanzieren.² Bei 32% der Immobilienfinanzierungen werden Sanierungen bzw. Gebäudeaufwertungen /-modernisierungen durchgeführt. Insgesamt 27 Emittentinnen boten eine Grundstücksfinanzierung an. Davon wurden sieben Grundstücke in Verbindung mit einer Sanierung und vier in Verbindung mit einem Neubau finanziert. Bei 16 Projekten handelte es sich

¹ Auf den Plattformen Bankless24, Berlin Crowd, die-beteiligungsplattform, BestBC, DUB, FundedByMe, Fundsters, Geldwerk1, GreenVesting, GründerPlus, Immo-Folio, Innovestment Kapitalfreunde, Lightfin, My Business Backer, Power4Projects, Seed-Experts, Startkapital Online, Startnext, United Equity und Welcome Investment waren seit dem 01.06.2016 keine Finanzierungsaktivitäten zu verzeichnen. Es ist davon auszugehen, dass diese Plattformen ihre Vermittlungstätigkeit mittlerweile eingestellt haben. Auf der Plattform Unternehmerich wurden zwar seit dem letzten Bericht drei Projekte zur Finanzierung angeboten, allerdings konnten diese aufgrund mangelnder Informationen nicht in der Analyse berücksichtigt werden.

² Für drei Immobilienprojekte stand diese Information nicht zur Verfügung.

um reine Grundstücksfinanzierungen. Mit einem Anteil von 65% finanzierten die meisten Emittentinnen Immobilien zur Wohnraumnutzung. Insgesamt 28 Emittentinnen boten Investments in Gebäude zur Gewerbenutzung sowie 32 Emittentinnen mit gleichzeitiger Wohn- und Gewerbenutzung an. Bei acht Immobilienprojekten kann hierzu aufgrund von fehlenden Informationen keine Aussage getroffen werden.

Abb. 1: Anzahl erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen sowie tatsächlich erreichtes Emissionsvolumen vom 01.08.2011 bis 01.04.2018 (N = 846)



Obwohl seit dem Jahr 2011 und auch nach Inkrafttreten des KASG zahlreiche neue Crowdfunding-Portale gegründet wurden, konzentrierten sich die erfolgreich finanzierten und volumenstarken Finanzierungen auf wenige Portale. Allein Companisto konnte über 44 Mio. EUR vermitteln. Bei Seedmatch waren es 36 Mio. EUR. Der im Jahr 2015 gegründete Kreditmarktplatz Kapilendo, der festverzinsliche Forderungen aus Unternehmenskrediten gemäß § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG (sonstige Anlagen) vermittelt, konnte bis zum Ende des Beobachtungszeitraumes ebenfalls Finanzierungen in Höhe von 23 Mio. EUR vermitteln. Marktführer ist mittlerweile der Immobilienfinanzierer Exporo, der seit dem Jahr 2014 Finanzierungen in Höhe von 137 Mio. EUR vermittelt hat. In Abb. 2 wird die Anzahl der auf dem deutschen Crowdfunding-Markt angebotenen Emissionen pro Quartal abgebildet. Es werden 760 Emissionen berücksichtigt, bei denen die exakten Finanzierungszeiträume ermittelt werden konnten. Im Durchschnitt wurden pro Quartal 29 Emissionen angeboten. Die Anzahl der angebotenen Finanzierungen nahm vor allem seit dem Jahr 2017 merklich zu.

In Abb. 3 wird die Anzahl der erfolgreichen Emissionen pro Quartal dargestellt. Auch hier ist ein merklicher Anstieg seit dem Jahr 2017 zu verzeichnen. Im Durchschnitt wurden 26 Emittentinnen pro Quartal finanziert. Abb. 4 gibt einen Überblick über die Emissionsvolumina der erfolgreichen Emittentinnen. Bei diesen Betrachtungen bleiben 44 erfolgreiche Finanzierungen von Conda, Crowdrange, DUB, Exporo, FunderNation, Greenvesting, Immo-Folio, Kapilendo, Transvendo, UnitedEquity, Welcome Investment, Zinsbaustein und Zinsland unberücksichtigt, da hier das Datum der Finanzierung nicht bestimmt werden konnte.¹ Außerdem konnte für 21 erfolgreiche Emissionen keine Finanzierungshöhe festgestellt werden. Der Markt wuchs mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (2011 bis 2017) von 197%. Im Durchschnitt dauerte eine Finanzierungsphase bei erfolgreichen Emittentinnen 66 Tage. Die Wachstumsrate am Gesamtmarkt nahm im Vergleich zum letzten Bericht leicht ab, die durchschnittliche Finanzierungsdauer verringerte sich hingegen geringfügig. Wachstumstreiber war weiterhin die zunehmende Nutzung partiarischer Darlehen², mit denen größere Investitionsvolumen realisiert werden konnten³, sowie die Ausweitung der Finanzierungen von Unternehmen auf Immobilienprojekte. Lässt man die Immobilienfinanzierung außen vor, wäre der Markt mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (2011 bis 2017) von lediglich 141% gewachsen. Zum Wachstum am Gesamtmarkt hat die Finanzierung von Immobilienprojekten vor allem seit dem Jahr 2016 beigetragen.

Bei der Mehrzahl der Emittentinnen handelt es sich um junge Unternehmen. Von 811 Emittentinnen, von denen der Beginn der Finanzierungsphase sowie das Gründungsdatum ermittelt werden konnte, wurden 615 nach 2009 gegründet. Abb. 5 zeigt die kumulierte Häufigkeit des Alters der Emittentinnen bis zum Finanzierungsbeginn. Insgesamt 52% der Emittentinnen waren zum Finanzierungsbeginn jünger als drei Jahre. Bei Unternehmensfinanzierungen waren es sogar 55%.

Abb. 6 zeigt, dass ein Großteil des Finanzierungsvolumens an junge Emittentinnen vermittelt wurde. Teilt man die Stichprobe mittels Median-Split in junge und alte Emittentinnen, konnten Emittentinnen, die vor weniger als sechs Jahren gegründet wurden, mit 230 Mio. EUR deutlich mehr Kapital einsammeln. Emittentinnen, die zum Finanzierungszeitpunkt älter als sechs Jahre waren, sammelten nur 138 Mio. EUR ein.

¹ Bei weiteren 16 Emittentinnen sind die Abschlussdaten auf der Grundlage der durchschnittlichen Finanzierungsdauer auf der jeweiligen Plattform geschätzt worden.

² Vgl. Klöhn, Hornuf & Schilling (2016).

³ Vgl. Hornuf & Schwienbacher (2017).

Abb. 2: Anzahl der angebotenen Emissionen pro Quartal (N = 760)

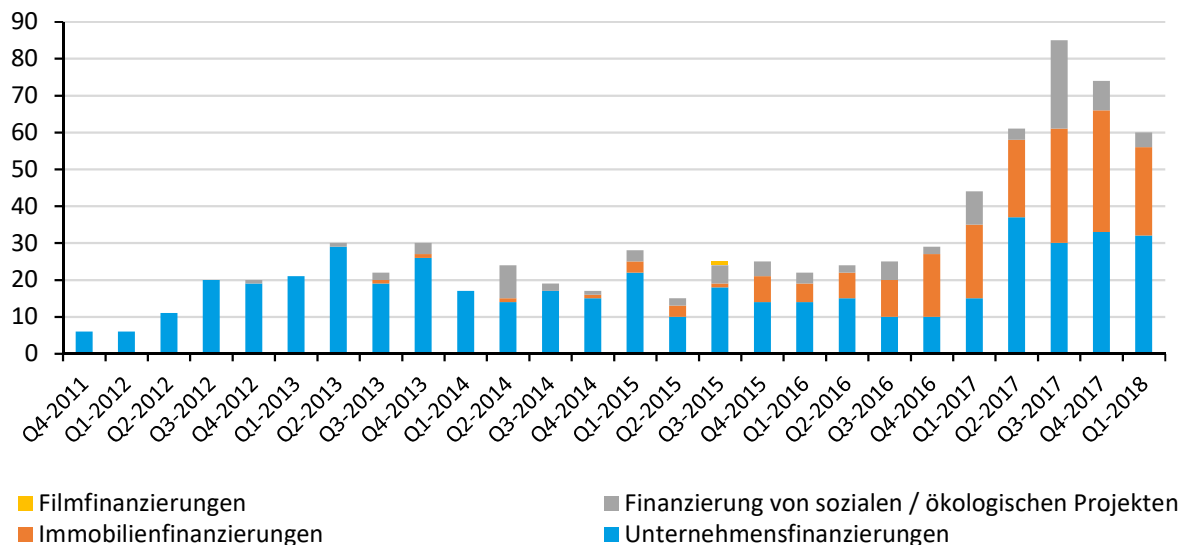


Abb. 3: Anzahl der erfolgreichen Emissionen pro Quartal (N = 669)

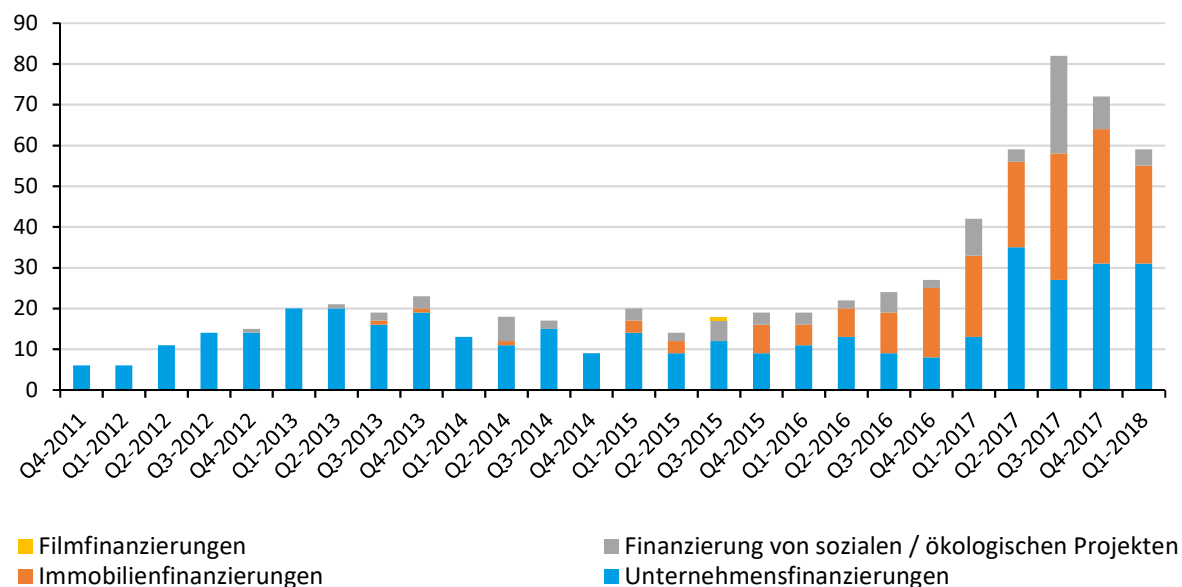


Abb. 4: Entwicklung des Crowdfunding-Marktes pro Quartal in Mio. EUR (N = 760)

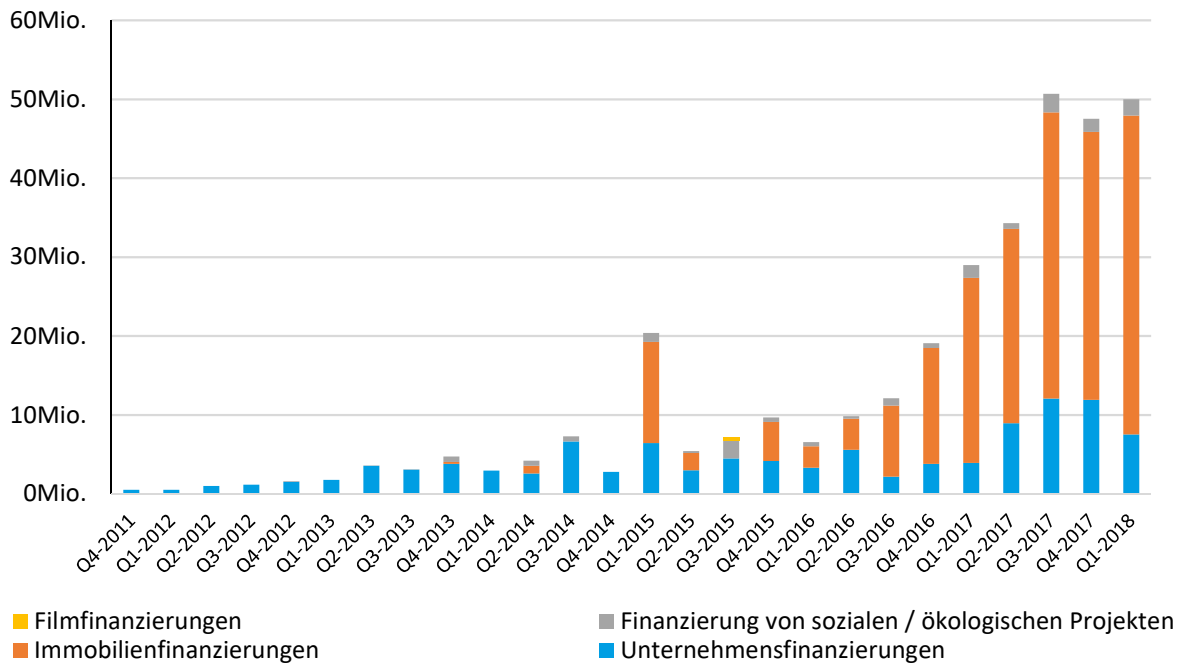


Abb. 5: Alter der Emittentinnen zu Beginn der Finanzierungsphase, kumulative Häufigkeiten (N = 811)

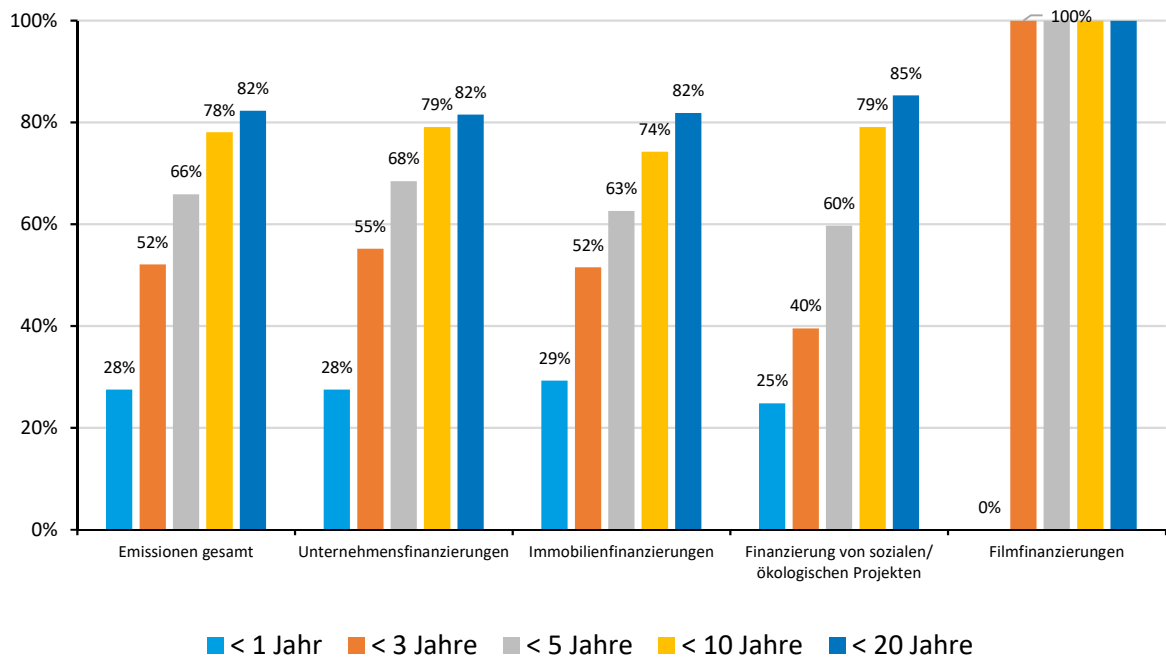
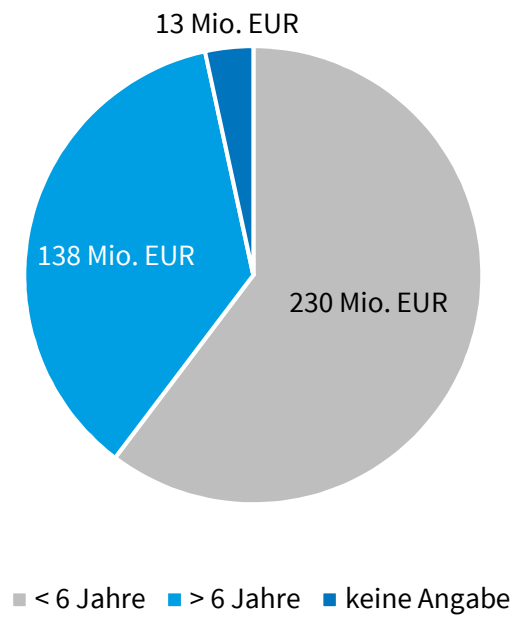


Abb. 6: Emissionsvolumen nach Alter und Volumen der Emittentinnen (N = 821)



Bis zum 01.04.2018 haben 56 Crowdfunding-Portale am deutschen Markt Finanzierungen vermittelt. Davon waren im Jahr 2017 insgesamt 24 Portale aktiv, das heißt, sie boten in den vergangenen 12 Monate mindestens eine Finanzierung an. Tab. 1 gibt einen Überblick über die in Deutschland aktiven Schwarmfinanzierer.

§ 2a VermAnlG: Befreiungen für Schwarmfinanzierungen

Tab. 1: Aktive Crowdfunding-Portale in Deutschland

Portale	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ¹
aescuvest					X		X	X
Bankless24		X	X	X	X			
Bergfürst			X	X	X	X	X	X
Berlin Crowd		X						
BestBC		X						
Bettervest			X		X		X	X
Companisto		X	X	X	X	X	X	X
Conda		X	X	X	X	X	X	X
DUB				X				
Econeurs			X	X	X		X	X
Exporo				X	X	X	X	X
FundedByMe ²					X	X	X	X
FunderNation				X	X		X	X
Fundsters			X	X				
Geldwerk1					X	X	X	
Green Rocket ³							X	X
GreenVesting			X	X	X	X	X	
GRUNDAG							X	X
GründerPlus		X						
Home Rocket ⁴						X	X	X
Immo-Folio					X			
Innovestment	X	X	X	X	X			
Kapilendo					X		X	X
Kickrs.net						X		
LeihDeinerUmweltGeld								X
medifundo							X	X
Mezzany					X		X	
ReaCapital							X	X
Renditefokus					X		X	
Seed-Experts			X					
Seedmatch	X	X	X	X	X	X	X	X
spacestarters							X	
Startnext					X			
UnitedEquity		X	X					
Welcome Investment				X				
Zinsbaustein						X	X	X
Zinscrowd							X	
Zinsland					X	X	X	X
Keine bzw. unzureichende Angaben:								
Crowd9ine			X	X				
CrowdPatent								
Crowdrange			X	X				
CrowdTrader								
Deutsche Mikroinvest		X	X	X	X	X		
die-beteiligungsplattform				X				
FinMatch								
Finnest								
iFunded								
Kapitalfreunde		X	X					
Katrim								X
Lightfin				X	X			
LoveCrowd								
My Business Backer		X						
Power4Projects								
Startkapital Online			X	X				
Transvendo								
Unternehmerich					X			

¹ Gilt für den Zeitraum 01.01.2018 bis 01.04.2018.

² Es handelt sich um eine schwedische Plattform. Es wurden daher nur Finanzierungen deutscher Emittentinnen berücksichtigt.

³ Es handelt sich um eine österreichische Plattform mit einer Niederlassung in Deutschland. Es wurden nur Finanzierungen deutscher Emittentinnen berücksichtigt.

⁴ Es handelt sich um eine österreichische Plattform mit einer Niederlassung in Deutschland. Es wurden nur Finanzierungen deutscher Emittentinnen berücksichtigt.

Abb. 7 gibt einen Überblick über die Wirtschaftszweige, denen die finanzierten Unternehmen und Projekte zugeordnet werden können. Für die Klassifizierung wurde die Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft, NACE Rev. 2, herangezogen. Besonders häufig wurden Schwarmfinanzierungen in den Bereichen Grundstücks- und Wohnungswesen, Information und Kommunikation sowie Handel und verarbeitendes Gewerbe durchgeführt. Insbesondere bei Finanzierungen im Grundstücks- und Wohnungswesen ist eine erhebliche Steigerung zu beobachten. Während im letzten Bericht 34 erfolgreiche Finanzierungen dem Grundstücks- und Wohnungswesen zuzurechnen waren, sind es mittlerweile 193 erfolgreiche Finanzierungen. Die Schwarmfinanzierung hat sich in den letzten Jahren somit ganz maßgeblich auf dieses Segment verlagert. Ein Großteil der finanzierten Unternehmen verfolgt weiterhin ein internetbasiertes Geschäftsmodell, bei dem bestehende Offline-Vertriebskanäle um einen Online-Vertriebskanal ergänzt wurden. Schwarmfinanzierungen sind darüber hinaus vor allem auch in den Bereichen Energieversorgung mit 89 erfolgreichen Finanzierungen sowie Gesundheits- und Sozialwesen mit 19 erfolgreichen Finanzierungen angestiegen.

Die größten Finanzierungsvolumina wurden ebenfalls in den Bereichen Grundstücks- und Wohnungswesen, Information und Kommunikation sowie im Bereich Handel realisiert (siehe Abb. 8). Zwar sind die eingesammelten Volumina in fast allen Bereichen angestiegen, besonders stark war das Wachstum der vermittelten Finanzierungen wiederum im Bereich des Grundstücks- und Wohnungswesens mit nunmehr 220 Mio. EUR.

Abb. 7: Häufigkeit der erfolgreichen (N = 743) und nicht erfolgreichen (N = 98) Emissionen nach Branchen

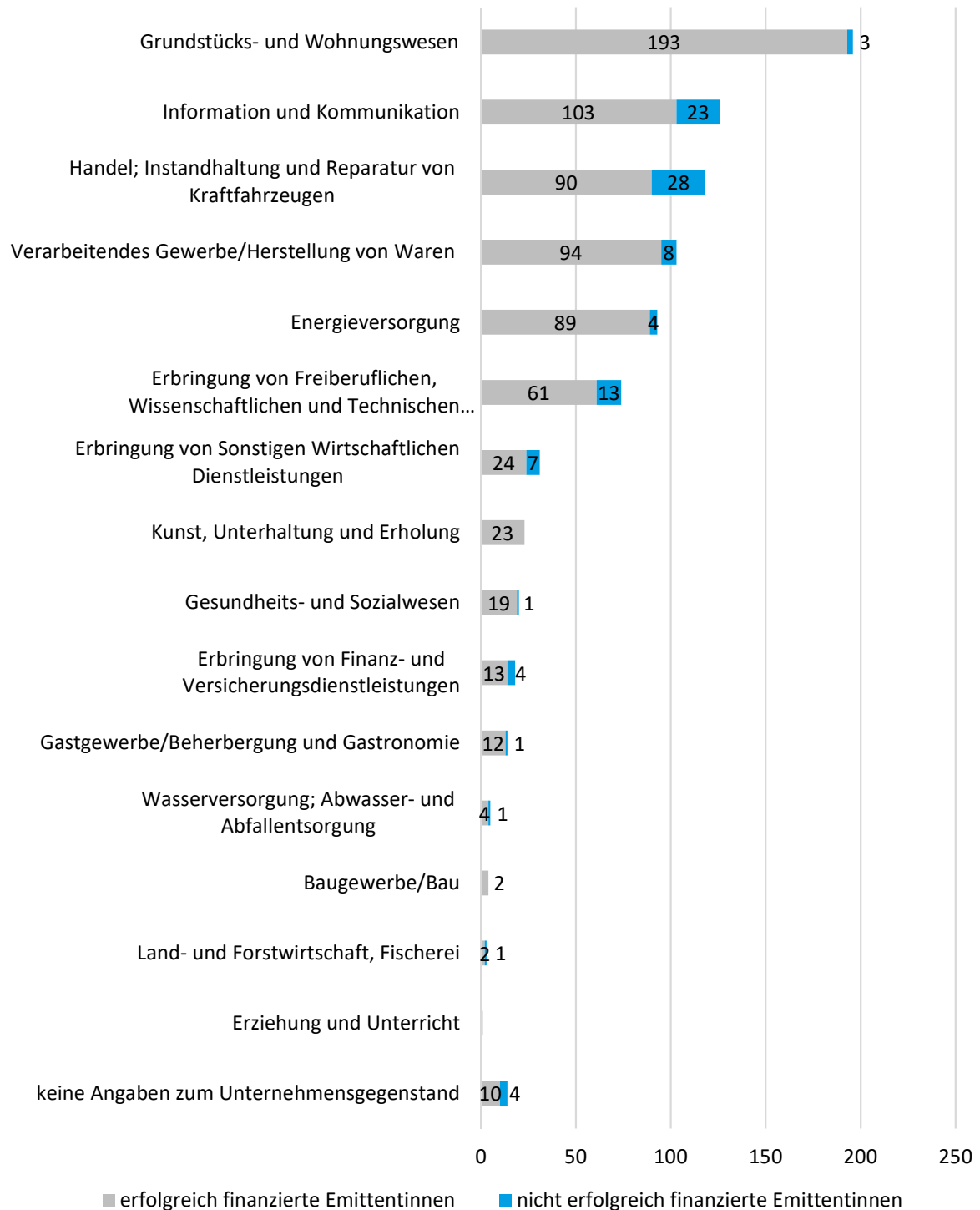


Abb. 8: Eingesammeltes Volumen je Branche der erfolgreichen Emittentinnen (N = 743)

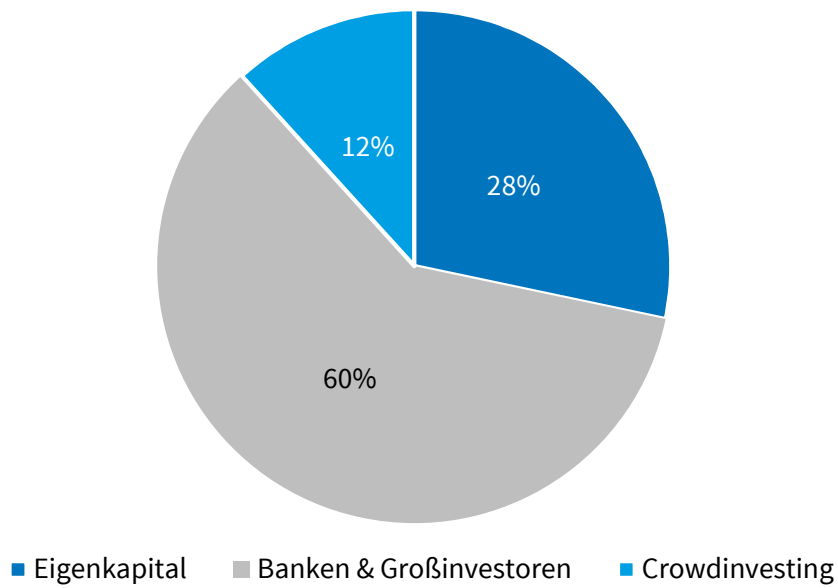


Da es sich bei Schwarmfinanzierungen häufig um Projekte im Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen handelt, wird im Folgenden untersucht, ob die über Schwarmfinanzierungen eingeworbenen Mittel ggf. als Eigenkapitalersatz für Bankkredite genutzt werden. Dafür wurden die auf den Webseiten der Plattformen hinterlegten Finanzierungsangebote sowie die bei der BaFin hinterlegten VIBs analysiert. Es wurde ermittelt, welchen Anteil Banken und andere institutionelle Großinvestoren, Crowdfunding und Eigenkapital im Rahmen der Gesamtfinanzierung hatten. Dabei wurde festgestellt, dass in den VIBs nur sehr selten Informationen zum Anteil anderer Kapitalgeber an der Gesamtfinanzierung enthalten sind. Deutlich häufig waren diese auf den Webseiten der einschlägigen Crowdfunding-Portale zu finden. Abb. 9 gibt einen Überblick über die Anteile unterschiedlicher Finanzierungsquellen an der Gesamtfinanzierung von 134 Immobilienprojekten, für die diese Informationen zur Verfügung standen. Mehr als die Hälfte des Gesamtfinanzierungsvolumens wurden von Banken oder anderen Großinvestoren aufgebracht. Neben einer Eigenkapitalquote von 28%, dazu zählen u.a. Reinvestitionen aus Wohnungsverkäufen, spielte das Crowdfunding mit 12% eine vergleichsweise geringe Rolle.

Ein Crowdfunding zur Immobilienfinanzierung stellt aufgrund der häufig genutzten Nachrangdarlehen in der Regel wirtschaftliches und bilanzielles Eigenkapital für die Emittenten dar (Werner, 2004). Die Emissionen finden in vielen Fällen über ein eigens für die Finanzierung aufgesetzte Finanzierungsvehikel statt. Dass die Laufzeiten der Vermögensanlagen beim Immobilien-Crowdfunding vergleichsweise kurz sind, deutet darauf hin, dass es sich bei diesen Crowdfunding-Projekten oftmals um einen vergleichsweise risikoreichen Eigenkapitalersatz zur Zwischenfinanzierung handelt. Während Unternehmensfinanzierungen eine durchschnittliche Mindestlaufzeit von 56 Monate haben (N = 266)¹, sind es bei Immobilien lediglich 20 Monate (N = 183). Bei sozialen oder ökologischen Projektfinanzierung sind es sogar 75 Monate (N = 127).

¹ Imputiert man die Werte für die großen Plattformen Companisto, Innovestment und Seedmatch mit dem Mittelwert, sind es bei Unternehmensfinanzierungen im Durchschnitt sogar 60 Monate.

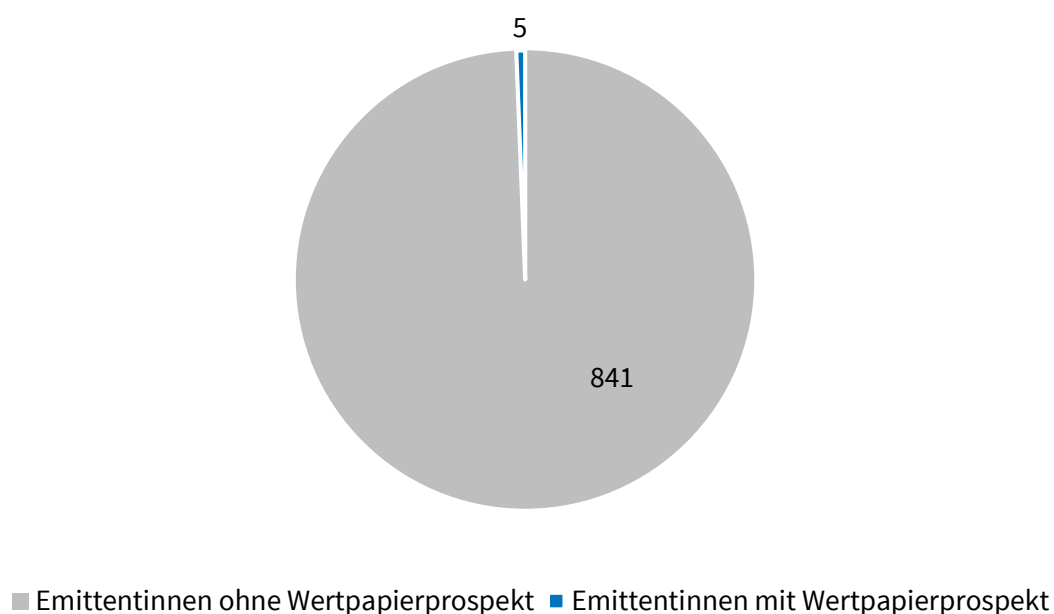
Abb. 9: Projektvolumen der Immobilienprojekte (Gesamtfinanzierungsvolumen 1,3 Mrd. EUR, N = 134)



3.3 Anzahl der Schwarmfinanzierungen mit bzw. ohne Prospekt

Im Beobachtungszeitraum wurden vier Finanzierungen mit einem Prospekt gemäß WpPG durchgeführt. Eine weitere Emittentin nutzte zwar ein Prospekt, konnte sich aber am Ende nicht erfolgreich finanzieren (siehe Abb. 10). Drei erfolgreiche Emissionen mit Prospekt wurden im Beobachtungszeitraum vor Inkrafttreten des KASG durchgeführt. Nach Inkrafttreten des KASG war es nur eine einzige. Vermögensanlagen mit Prospekt konnten nicht identifiziert werden.

Abb. 10: Emissionen mit und ohne Prospekt (N = 846)



3.4 Ausfälle bei Schwarmfinanzierungen

Im Beobachtungszeitraum kam es bei 73 der 743 erfolgreichen Finanzierungsrunden zu Ausfällen (siehe Abb. 11).¹ Darunter war bislang nur eine Insolvenz einer Immobilienfinanzierung zu verzeichnen. Geht man davon aus, dass die Verwertungsrate (*recovery rate*) aufgrund der kaum vorhandenen Substanzwerte eines Start-up-Unternehmens sowie dem in vielen Finanzierungsverträgen spezifizierten Rangrücktritt gegen Null tendiert, sind den Investierenden bislang Verluste in Höhe von 12,1 Mio. EUR entstanden. Eine Analyse der VIBs von Immobilien-Crowdinvesting-Kampagnen zeigt zudem, dass in den Finanzierungsverträgen in den wenigsten Fällen eine erst-rangige Besicherung zur Absicherung des Investitionsrisikos vereinbart wurde. Ein expliziter Verweis auf eine erst-rangige Besicherung für die Crowd-Investierenden war in 5% der VIBs zu finden. Auf eine Besicherung wurde explizit in den VIBs von ReaCapital sowie einigen VIBs auf dem Portal Bergfürst verwiesen.² In den anderen Fällen wiesen die VIBs auf den Rangrücktritt und das Risiko eines Totalausfalls hin.

Von den Emittentinnen, die ihre Finanzierung in den 30 Monaten vor Inkrafttreten des KASG abschlossen, haben 49 von 226 Emittentinnen Insolvenz angemeldet oder wurden liquidiert (siehe Abb. 12).³ Im Zeitraum danach haben 13 von 437 Emittentinnen eine Insolvenz angemeldet oder wurden liquidiert (siehe Abb. 13). Die geringe Anzahl an Insolvenzen nach Inkrafttreten des KASG ist auf mindestens drei Umstände zurückzuführen: Erstens, im Vergleich zu den Emittentinnen, die vor Inkrafttreten des KASG finanziert wurden, besteht das Risiko einer Insolvenz bei den unlängst finanzierten Emittentinnen über einen deutlich kürzeren Zeitraum. Zweitens, in den 30 Monaten nach Inkrafttreten des KASG wurden deutlich mehr Projekte im Grundstücks- und Wohnungswesen finanziert, die tendenziell eine geringere Ausfallquote als Unternehmen aufweisen. Drittens, bei der Finanzierung von Start-up-Unternehmen hielten sich die Investierenden in den letzten Jahren zunehmend zurück, was die Qualität der angebotenen Finanzierungsprojekte aufgrund einer besseren Selektion möglicherweise angehoben hat.

¹ Bei dieser Berechnung wurden drei Emittentinnen berücksichtigt, die jeweils zwei Finanzierungsrunden auf einer Crowdinvesting-Plattform durchgeführt haben. Somit kam es insgesamt nur bei 67 Unternehmen zu Ausfällen.

² Siehe z.B. das VIB der Crowdinvesting-Kampagne „Schlossallee“ auf dem Portal Bergfürst: „Zur Sicherung der Darlehensforderungen wird mittels Treuhänder eine Grundschuld in Darlehenshöhe nebst abstraktem vollstreckbaren Schuldanerkenntnis zunächst an rangbereiter Stelle am Gesamtgrundstück Schlossallee 3, 13156 Berlin-Pankow bestellt und eingetragen. Von diesem Grundstück wird von der Emittentin ein Teilgrundstück erworben und dieses wird vom bisherigen Gesamtgrundstück abgeteilt. Nach Abteilung des erworbenen Teilgrundstückes wird die, das dieser Vermögensanlage zugrundeliegende Darlehen besichernde, Grundschuld im ersten Rang und später nach einer vorrangigen Finanzierung, zu deren Gunsten vorrangige Grundschulden in Gesamthöhe von bis zu EUR 5 Mio. bestellt werden dürfen, im neu zu bildenden Grundbuch des Teilgrundstückes eingetragen. Es kann nicht vorhergesehen werden, ob die im Verwertungsfall (noch) vorhandenen Sicherheiten ausreichen, um die Vermögensanlage und die daraus resultierenden Zinsen vollständig zurück zu zahlen. Dies kann zum vollständigen Verlust des Anlagebetrages und der Zinszahlungen des Anlegers führen.“

³ Insgesamt werden 30 Monate vor und 30 Monate nach Inkrafttreten des KASG Daten berücksichtigt; d.h. je 133 Wochen vor und nach dem Inkrafttreten der Gesetzesänderung.

Abb. 11: Anzahl der bis zum 01.04.2018 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt im Zeitraum vom 01.08.2011 bis 01.04.2018 (N = 743)

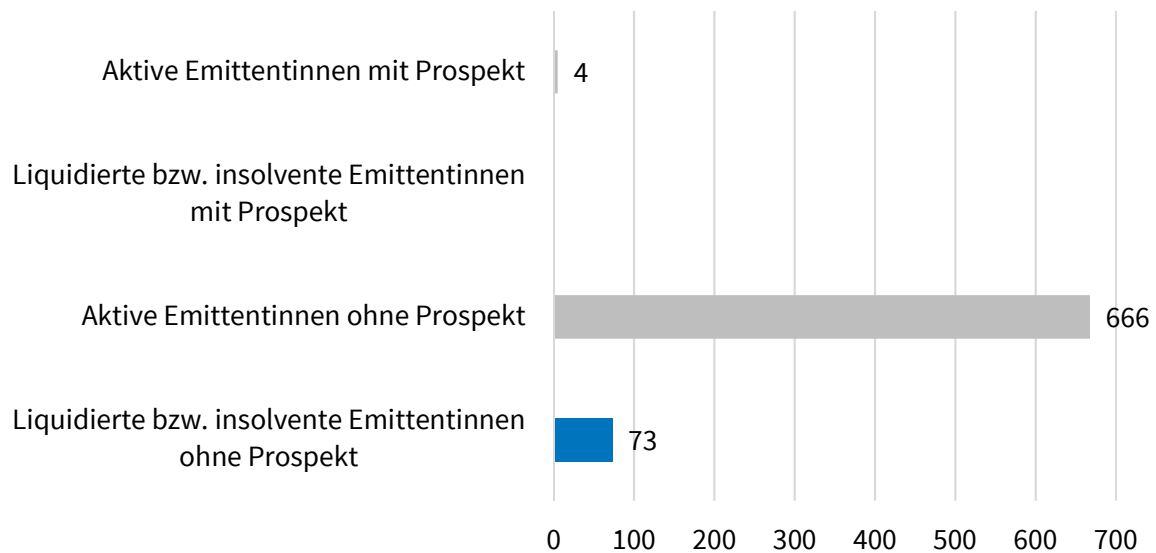


Abb. 12: Anzahl der bis zum 01.04.2018 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt 30 Monate vor Inkrafttreten des KASG (N = 226)

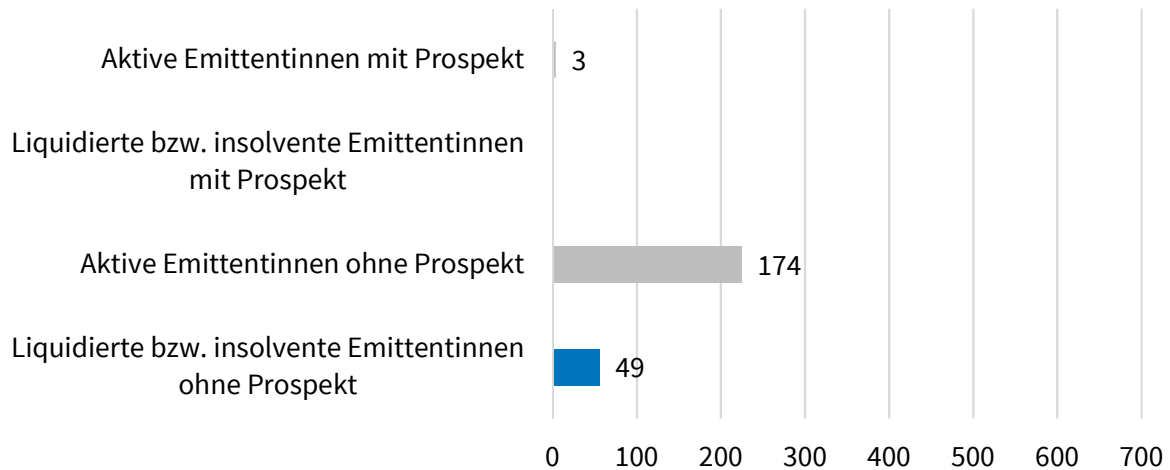
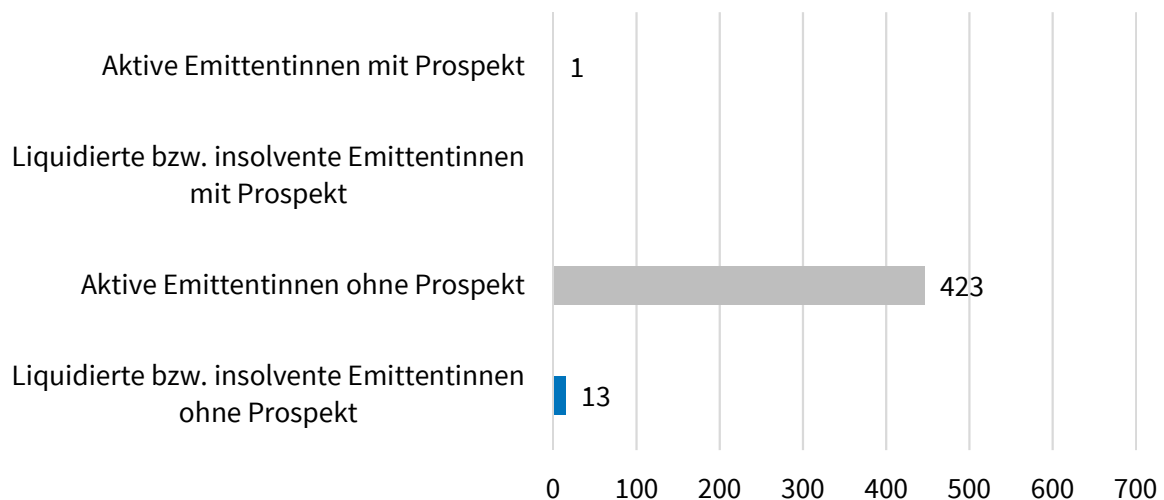


Abb. 13: Anzahl der bis zum 01.04.2018 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt 30 Monate nach Inkrafttreten des KASG (N = 437)



Dass bislang nur eine Immobilienfinanzierung Insolvenz anmelden musste, ist bereits ein Hinweis darauf, dass die Überlebenswahrscheinlichkeit dieser Projekte deutlich größer ist als bei Unternehmensfinanzierungen. Um diese Hypothese genauer zu überprüfen, wird unter Verwendung des Kaplan-Meier-Schätzers die Überlebenswahrscheinlichkeit unterschiedlicher Emittentinnen geschätzt, die sich erfolgreich über eine Crowdfunding-Kampagne finanzieren konnten. Hierfür konnten alle Emissionen berücksichtigt werden, von denen der Finanzierungszeitraum sowie das Insolvenzdatum bekannt sind (sofern ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde). Abb. 14 zeigt die Überlebenswahrscheinlichkeit einzelner Projekte auf dem Crowdfunding-Gesamtmarkt.¹ Die blaue Linie repräsentiert die geschätzte Insolvenzwahrscheinlichkeit. Der grau schattierte Bereich gibt das 95%-Konfidenzintervall an. Die Breite des Konfidenzintervalls definiert, wie präzise die Insolvenzwahrscheinlichkeit geschätzt werden kann. Drei Jahre nach dem Ende eines Crowdfunding liegt die Überlebenswahrscheinlichkeit bei etwa 85%. Die Überlebensprognose für Unternehmensfinanzierungen, die mit insgesamt 63 die meisten Insolvenzen verzeichnen², liegt nach drei Jahren bei rund 80% (siehe Abb. 15). Bei Immobilienfinanzierungen, bei denen bislang nur eine Insolvenz bekannt ist, liegt die Überlebenswahrscheinlichkeit bei rund 99% (siehe Abb. 16). Abb. 17 zeigt, dass die Überlebenswahrscheinlichkeit sozialer und ökologischer Projektfinanzierungen, bei denen bislang zwei Insolvenzen bekannt sind, bei rund 98% liegt. Die Breite der 95%-Konfidenzintervalle in Abb. 16 und Abb. 17 resultiert aus der geringen Anzahl an Insolvenzen.

Laut einer aktuellen Untersuchung zum deutschen und englischen Markt für Schwarmfinanzierungen (Hornuf, Schmitt & Stenzhorn, 2018) ist die Überlebenswahrscheinlichkeit schwarmfinanzierter Unternehmen drei Jahre nach einem Crowdfunding in England höher als in Deutschland. Es zeigt sich außerdem, dass deutsche Unternehmen nach einer Crowdfunding-Kampagne eine höhere Wahrscheinlichkeit haben, durch Business Angels oder Venture Capital Firmen finanziert zu werden. Beeinflusst wird der Erfolg einer Unternehmensfinanzierung vor allem durch das Gründerteam und weniger durch die Anzahl der beantragten oder bewilligten Schutzrechte wie Patente oder Marken.

¹ Darunter befinden sich Unternehmensfinanzierungen, Immobilienfinanzierungen sowie Finanzierungen sozialer und ökologischer Projekte.

² Bei sieben Insolvenzen ist das Insolvenzdatum nicht eindeutig identifizierbar, so dass bei den Kaplan-Meier-Schätzungen insgesamt nur 66 statt 73 Insolvenzen berücksichtigt werden konnten.

Abb. 14: Kaplan-Meier-Schätzung der Überlebenswahrscheinlichkeit aller Emittentinnen in den ersten 36 Monaten nach dem Crowdfunding (n = 66 Insolvenzen, N = 666 Emissionen)

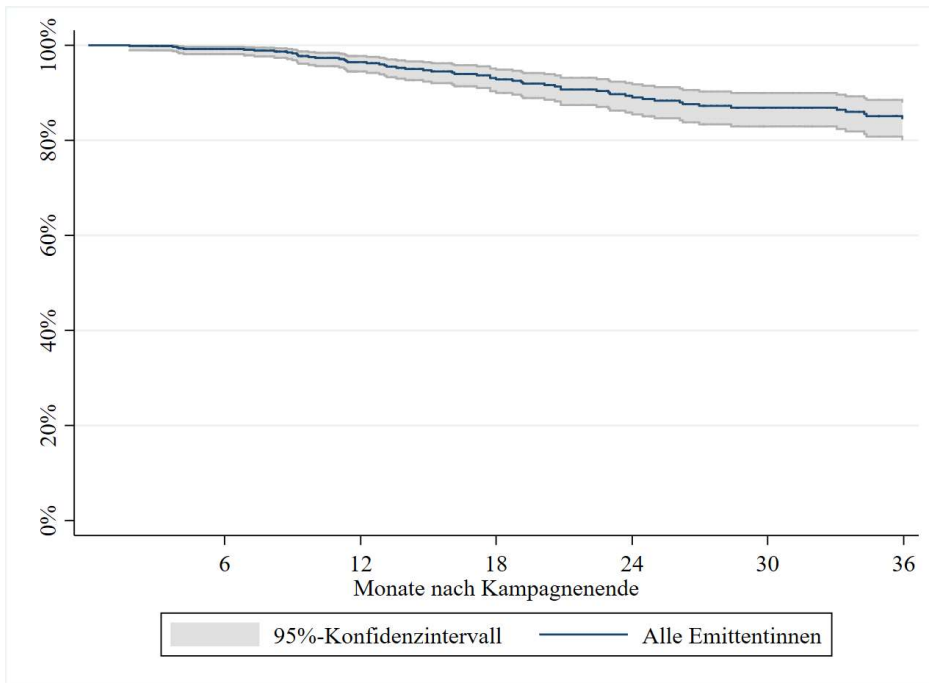


Abb. 15: Kaplan-Meier-Schätzung der Überlebenswahrscheinlichkeit von Unternehmensfinanzierungen in den ersten 36 Monaten nach dem Crowdfunding (n = 63 Insolvenzen, N = 666 Emissionen, darunter 393 Unternehmensfinanzierungen)

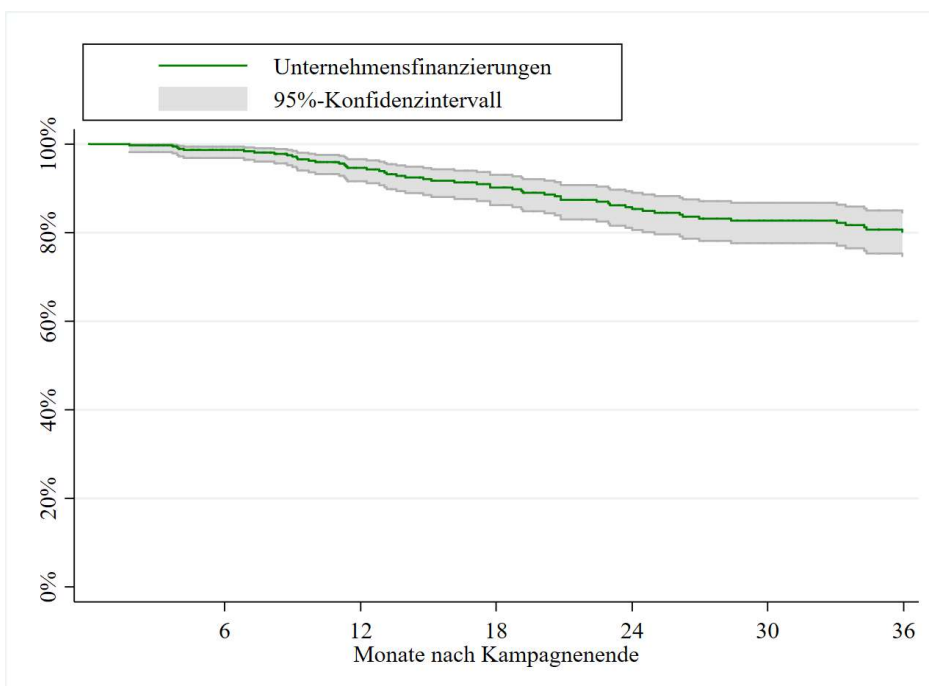


Abb. 16: Kaplan-Meier-Schätzung der Überlebenswahrscheinlichkeit von Immobilienprojekten in den ersten 36 Monaten nach dem Crowdfunding (n = 1 Insolvenz, N = 666 Emissionen, darunter 184 Immobilienprojekte)

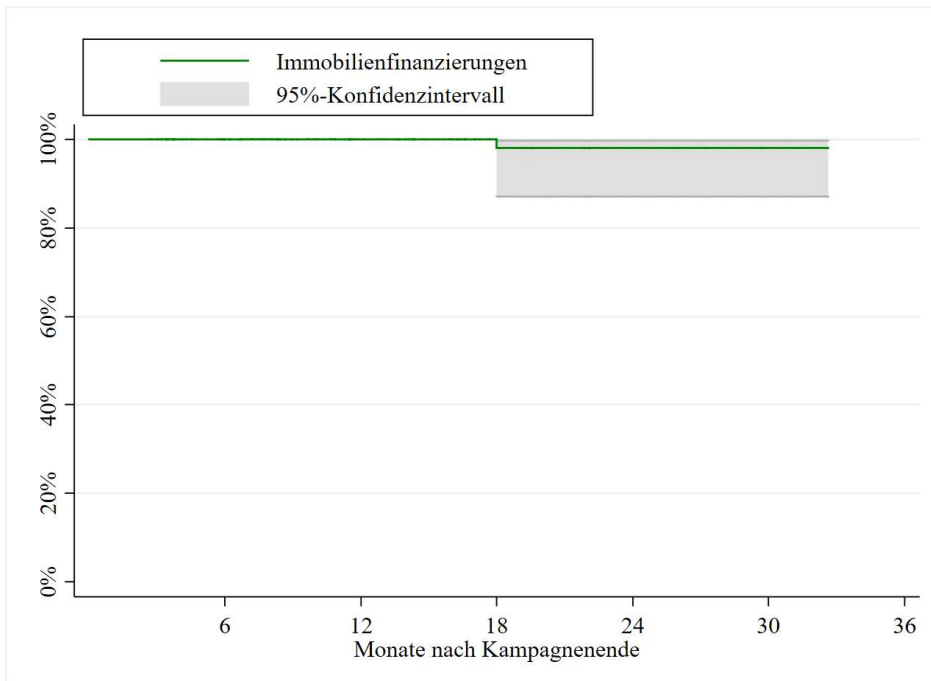
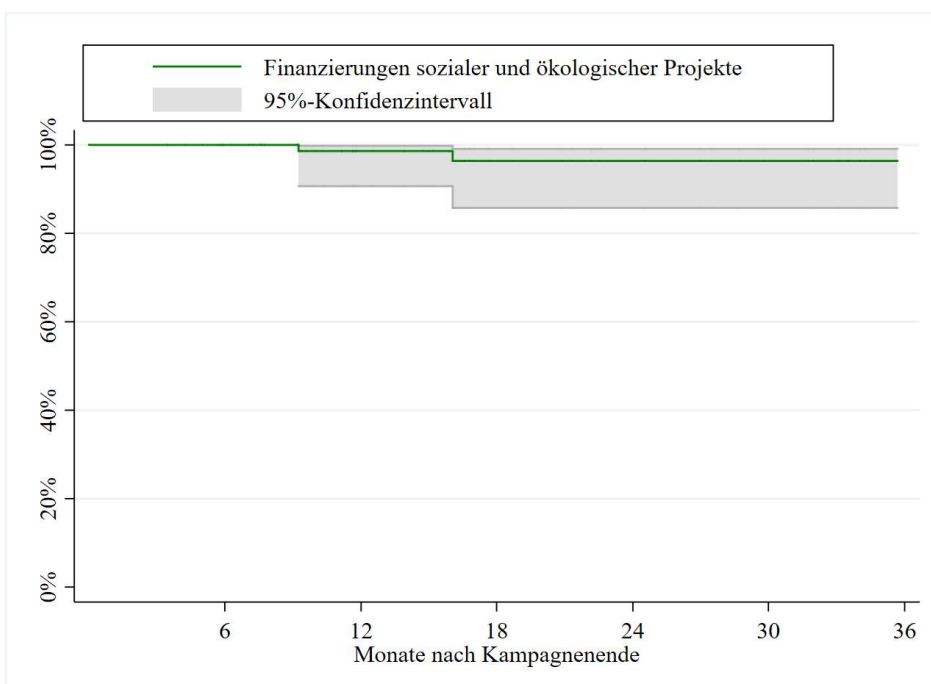


Abb. 17: Kaplan-Meier-Schätzung der Überlebenswahrscheinlichkeit von sozialen und ökologischen Projekten in den ersten 36 Monaten nach dem Crowdfunding (n = 2 Insolvenzen, N = 666 Emissionen, darunter 88 soziale und ökologische Projekte)



Maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenserfolg kann die Rechtsform eines Unternehmens haben. Rechtsformen wie die Unternehmergeinschaft (haftungsbeschränkt), die aus dem Wettbewerb der Gesellschaftsrechte in Europa hervorgingen, sind aufgrund des geringeren Mindestkapitals von einem Euro besonders populär bei Gründerinnen und Gründern (Braun et al., 2013). Sie können aber auch besonders anfällig für Insolvenzen sein. Mithilfe eines zweiseitigen t-Tests wurde überprüft, ob sich die Insolvenzwahrscheinlichkeiten zwischen Unternehmergeinschaften und GmbHs nach einem Crowdfunding unterscheiden. Das Ergebnis des t-Tests zeigt, dass Unternehmergeinschaften statistisch signifikant häufiger Insolvenz anmelden als GmbHs ($t = -2.377$; $p = 0.018$). Abb. 18 und Abb. 19 zeigen jedoch, dass unter den Emittentinnen die GmbH als Rechtsform häufig gewählt wird und beinahe 96% des vermittelten Kapitals auf sich vereinen kann. Aus Interviews mit Plattformbetreibern ist bekannt, dass die Rechtsform der GmbH häufig als Bedingung für eine Finanzierungsvermittlung auf der Plattform gemacht wird.

Abb. 18: Anzahl der Emissionen nach Rechtsform (N = 828)

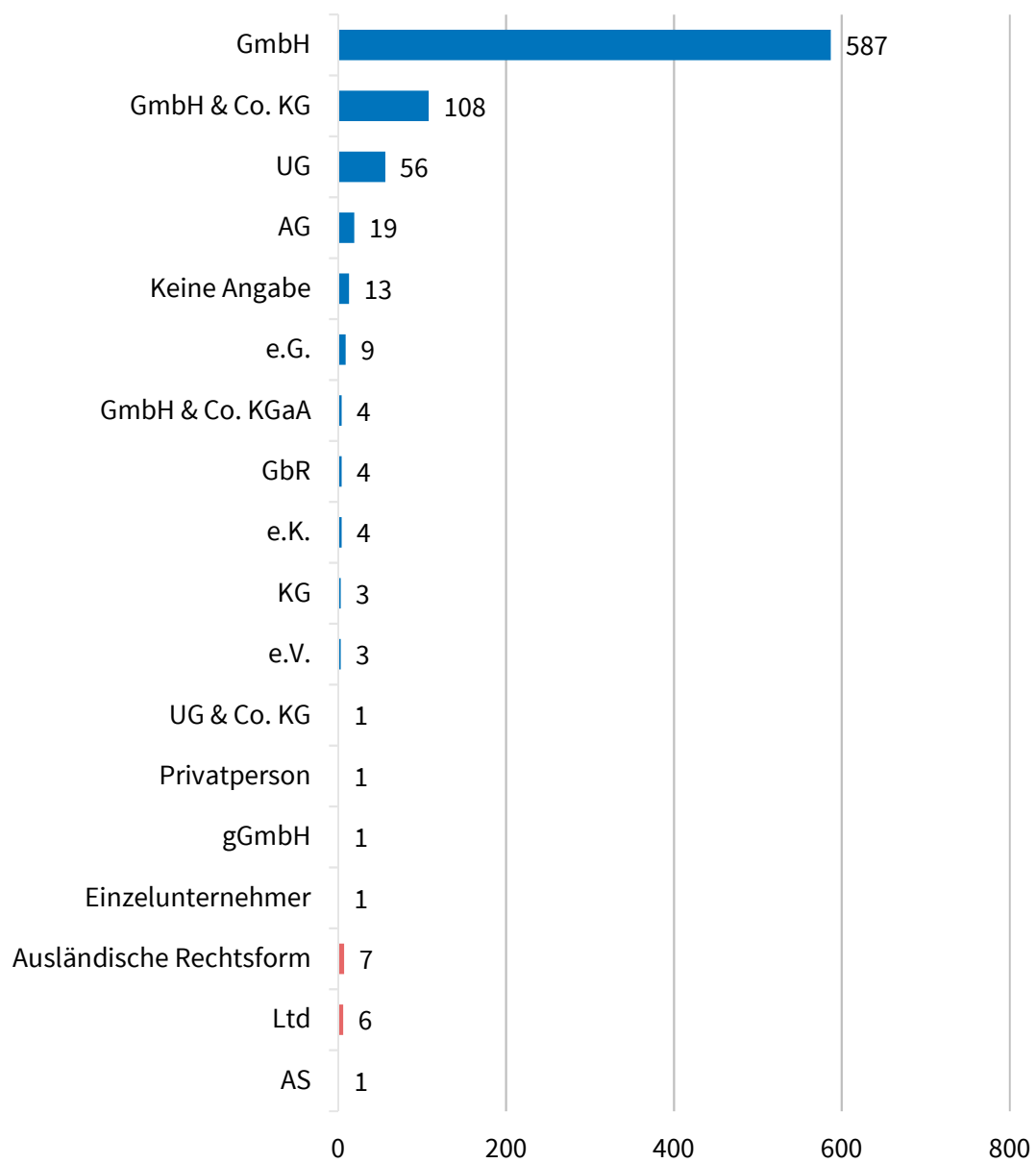
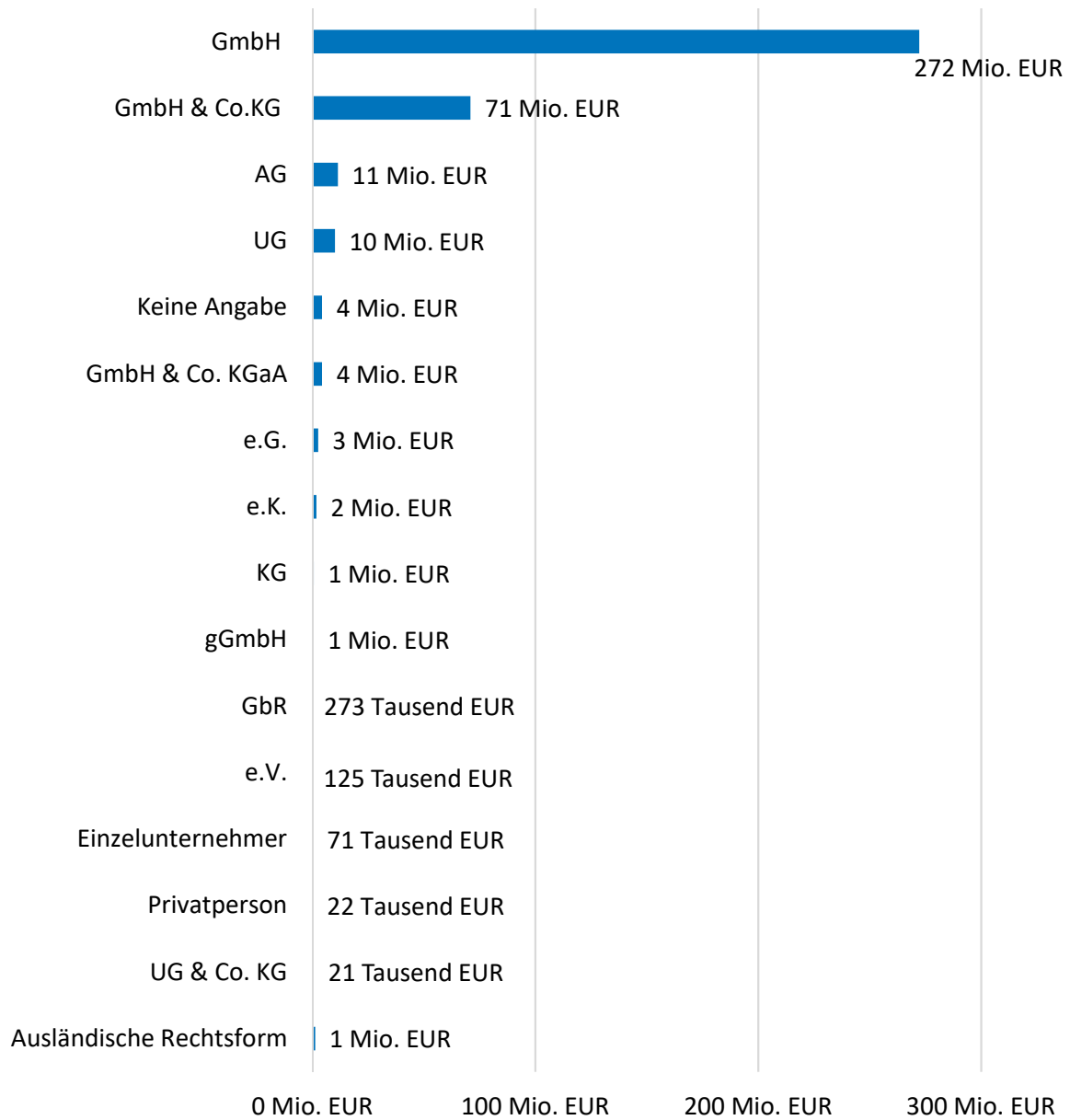


Abb. 19: Emissionsvolumen nach Rechtsform (N = 828)



3.5 Durch Schwarmfinanzierung eingeworbener Gesamtverkaufspreis je Emittentin

Eine Auswertung nach dem Gesamtverkaufspreis in Abb. 20 zeigt, dass 497 von 743 Emittentinnen weniger als 500.000 EUR einsammelten. Insgesamt machten diese Emittentinnen nur 22% des Gesamtmarktvolumens aus. Auf weitere 245 Emittentinnen entfielen 78% des Gesamtmarktvolumens. Vier Emittentinnen begaben mehr als 2,5 Mio. EUR. In den 30 Monaten nach Inkrafttreten des KASG konnten die Portale insgesamt 279 Mio. EUR vermitteln (siehe Abb. 22). In den 30 Monaten davor waren es lediglich 70 Mio. EUR (siehe Abb. 21). Anders als im letzten Bericht, in dem ein kürzerer Zeitraum von lediglich elf Monaten vor und nach Einführung des KASG berücksichtigt werden konnte und ein Rückgang des Gesamtmarktvolumens (31 Mio. EUR vor Inkrafttreten und 24 Mio. EUR nach Inkrafttreten des KASG) zu verzeichnen war, steigt das Gesamtvolumen nach Inkrafttreten des KASG nunmehr deutlich an.

Während vor Inkrafttreten des KASG drei Emittentinnen mehr als 2,5 Mio. EUR begaben, war es danach weiterhin nur eine einzige.¹ Mithilfe eines zweiseitigen t-Tests wurde überprüft, ob dieser Rückgang statistisch signifikant ist. Das Ergebnis des t-Tests zeigt, dass sich die Mittelwerte nicht signifikant unterscheiden ($t = -1.499$; $p = 0.134$). Allerdings kam es nach Inkrafttreten des KASG vor allem zu mehr Emissionen im Bereich von 1 Mio. EUR bis 2,5 Mio. EUR. Der zweiseitige t-Test liefert ein statistisch signifikantes Ergebnis ($t = 6.138$; $p < 0.001$). Berücksichtigt man nur Investments zwischen 2,4 Mio. EUR und 2,5 Mio. EUR, die im Verlauf der Finanzierung mitunter den Grenzwert von 2,5 Mio. EUR erreichten, in der Folge von Widerrufen aber später leicht darunter lagen, ist der zweiseitige t-Test wiederum statistisch signifikant ($t = 2.561$; $p = 0.011$). Da es im Zeitraum nach Inkrafttreten des KASG somit deutlich mehr Emittentinnen gab, die bei ihrem Crowdfunding zumindest in die Nähe des Grenzwertes von 2,5 Mio. EUR kamen, könnte dies ein Hinweis auf die Wirkung des Grenzwertes von 2,5 Mio. EUR sein, der eine Befreiung von der Prospektpflicht ermöglicht.

¹ Bei Zytoprotec, der Emission über 2,5 Mio. EUR nach Inkrafttreten des KASG, handelt es sich laut Angaben des Portals um ein „Curated Crowdfunding“, bei dem die Crowd gemeinsam mit einem oder mehreren professionellen Investierenden in einer Finanzierungsrunde investiert. Im konkreten Fall wurden 101.000 EUR von der Crowd eingesammelt und vor der Kampagne ein Maximalbetrag von 1 Mio. EUR festgelegt. Der Restbetrag wurde über professionelle Investierende eingesammelt.

Abb. 20: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 743) sowie der Anteil am Gesamtmarktvolumen (367 Mio. EUR) im Zeitraum vom 01.08.2011 bis 01.04.2018

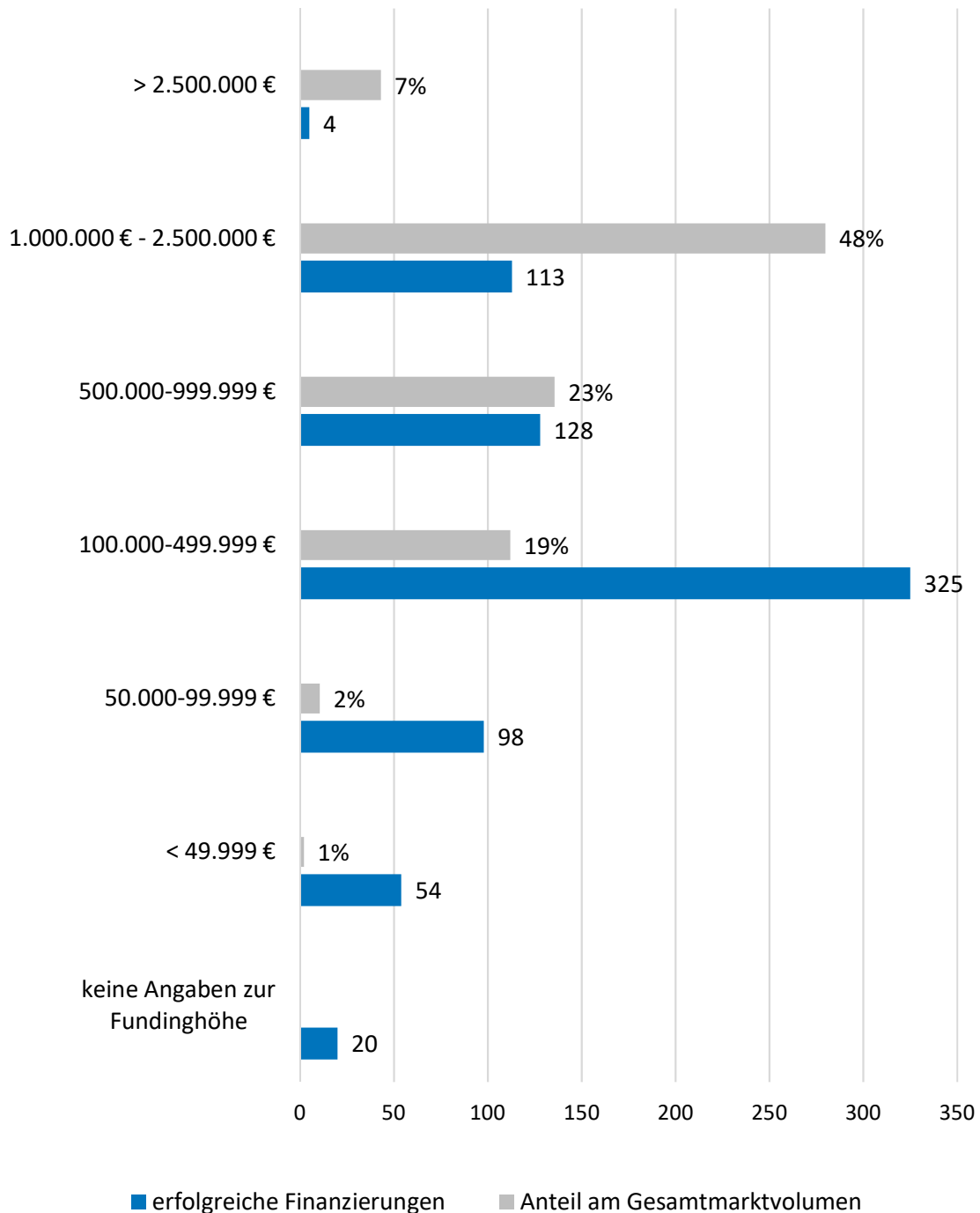


Abb. 21: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 213) sowie der Anteil am Gesamtmarktvolumen (70 Mio. EUR) bis 30 Monate vor Inkrafttreten des KASG

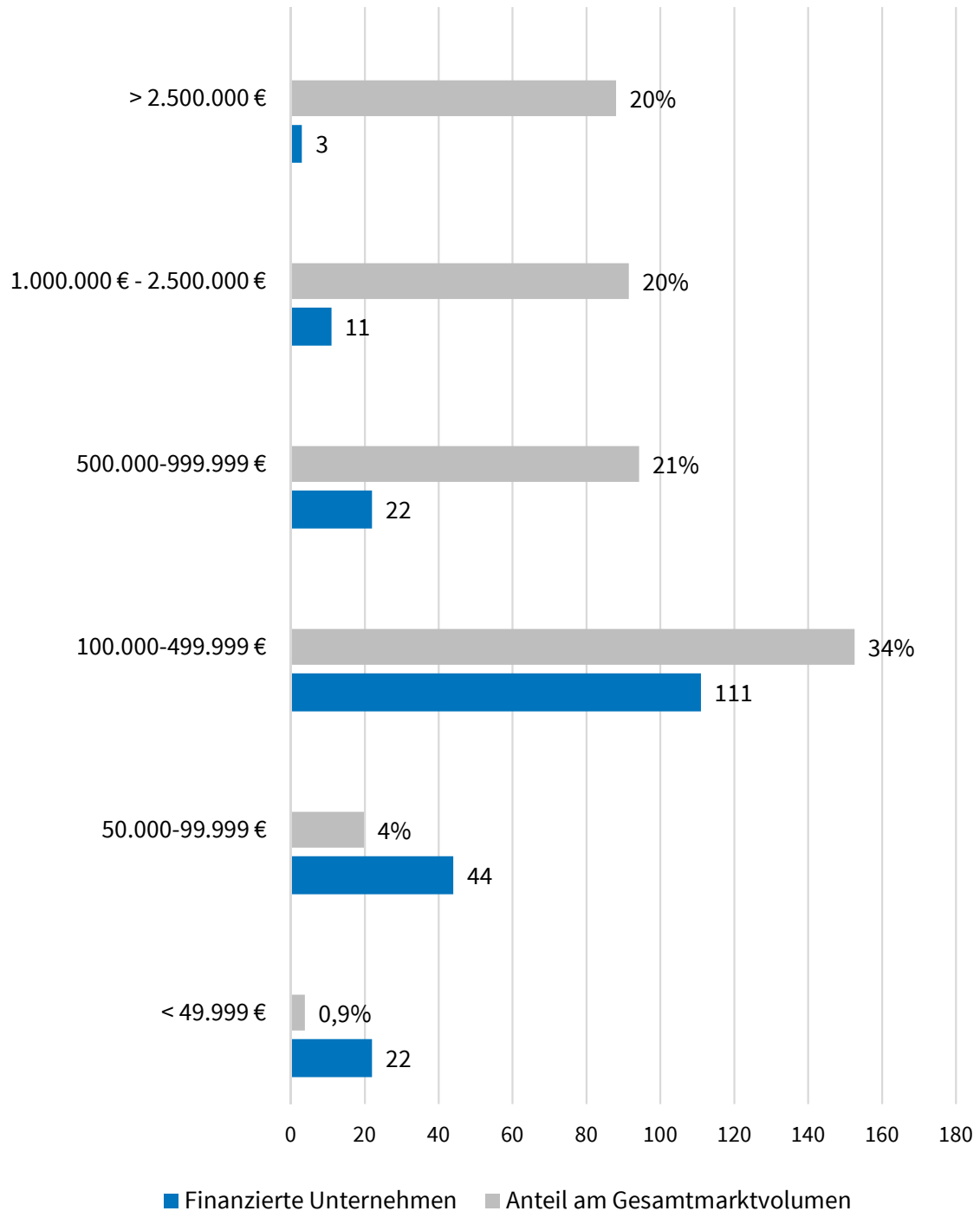
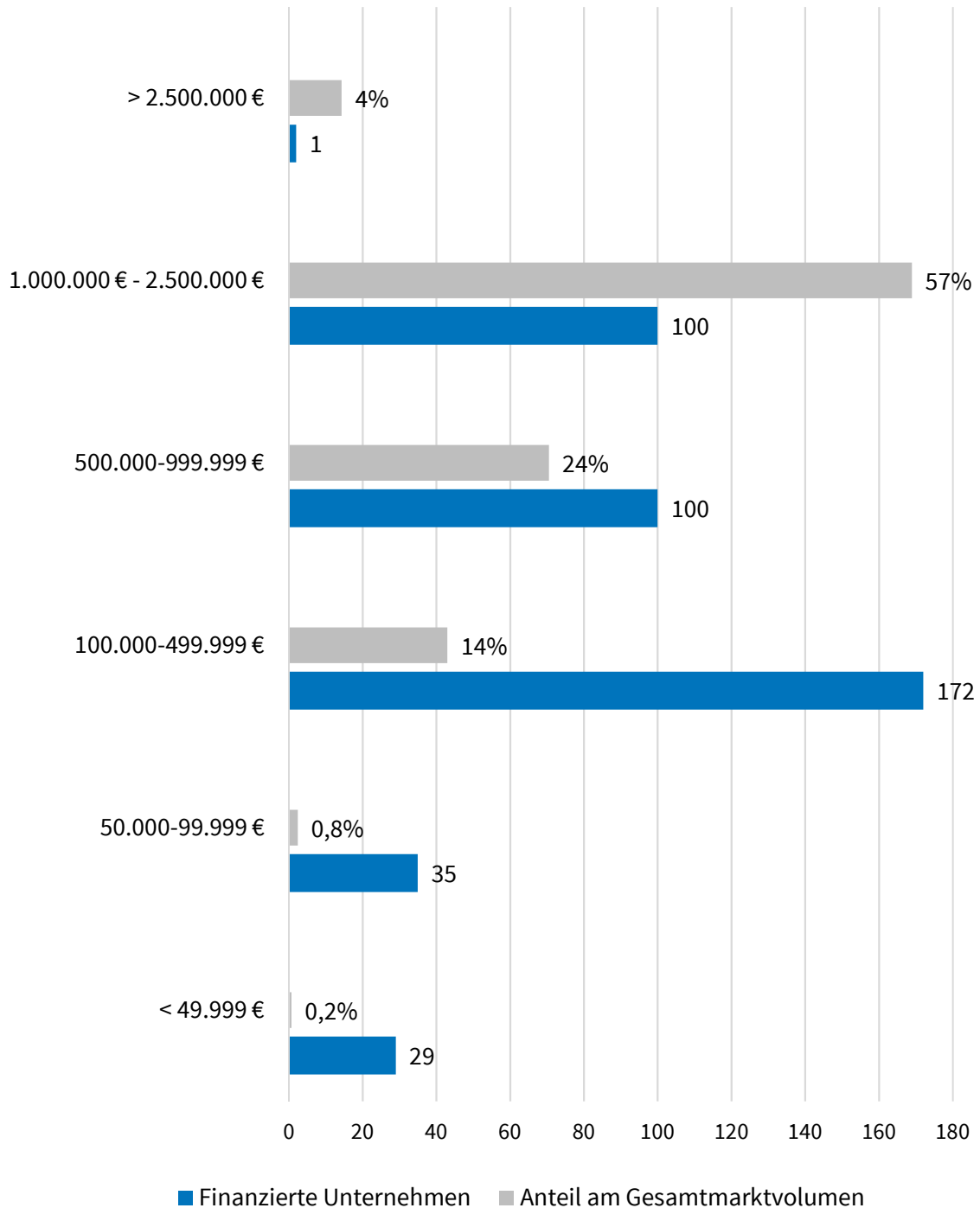


Abb. 22: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 437) sowie der Anteil am Gesamtmarktvolumen (279 Mio. EUR) 30 Monate nach Inkrafttreten des KASG



3.6 Bei Schwarmfinanzierungen genutzte Vermögensanlagen

Die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen haben sich in den letzten Jahren weiterhin weg von stillen Beteiligungen und hin zu partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen entwickelt (siehe Abb. 23). Insbesondere bei der Unternehmensfinanzierung wurden im Jahr 2017 weiterhin fast ausschließlich partiarische Darlehen genutzt, die in der Regel auch einen Rangrücktritt beinhalteten.¹ Wie Abb. 24 und Abb. 25 verdeutlichen, waren Nachrangdarlehen allgemein die am häufigsten genutzte Vermögensanlage, gefolgt von partiarischen Darlehen und stillen Beteiligungen. In den 30 Monaten vor und nach Inkrafttreten des KASG hat sich der Anteil der partiarischen Darlehen am Gesamtmarktvolumen kaum verändert. Während stille Beteiligungen vor Inkrafttreten des KASG noch in 53 Fällen genutzt wurden, fanden sie nach Einführung des KASG kaum noch Anwendung. Nach Inkrafttreten des KASG wurden insbesondere beim Immobilien-Crowdfunding häufig Nachrangdarlehen genutzt. Als neue Entwicklung zeichnet sich zudem ab, dass Kapilendo festverzinsliche Forderungen aus Unternehmenskrediten gemäß § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG (sonstige Anlagen) vermittelt. In Abb. 26 werden die Vermögensanlagen jeweils für erfolgreiche und nicht erfolgreiche Finanzierungen dargestellt.²

Abb. 27 beschreibt die Vermögensanlagen sowie das Emissionsvolumen der erfolgreichen Angebote. Mit rund 231 Mio. EUR und 100 Mio. EUR wurde das meiste Kapital über partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen vermittelt. Partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen machen somit 91% des Emissionsvolumens am Gesamtmarkt aus. Die Emittentinnen nutzten anfänglich vor allem stille Beteiligungen, stießen damit aber häufig an die Grenze von 100.000 EUR,³ unterhalb derer stille Beteiligungen gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b VermAnlG von der Erstellung eines Prospekts befreit sind. Daraufhin wichen viele Emittentinnen auf partiarische Darlehen aus, die zu diesem Zeitpunkt noch nicht vom VermAnlG erfasst waren und somit in unbegrenzter Höhe ohne Prospekt begeben werden konnten. Dementsprechend ist die heutzutage häufige Nutzung von partiarischen Darlehen einerseits auf Pfadabhängigkeiten und andererseits auf die Ausnahme von der Prospektspflicht gemäß § 2a Abs. 1 VermAnlG für Vermögensanlagen bis 2,5 Mio. EUR i.S.v. § 1 Abs. 2 Nr. 3, 4 u. 7 VermAnlG für partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige Anlagen zurückzuführen, die jedoch nicht für stille Beteiligungen oder Genussrechte gilt. Dies gilt gleichermaßen für die Nutzung von Nachrangdarlehen im Bereich des Immobilien-Crowdfunding.

¹ Vgl. Klöhn, Hornuf & Schilling (2016).

² In Abb. 26 konnten sechs Emissionen nicht berücksichtigt werden, da nicht bekannt ist, ob die Finanzierung erfolgreich oder nicht erfolgreich war.

³ Vgl. Hornuf & Schwienbacher (2017).

Abb. 23: Anzahl der angebotenen Vermögensanlagen und Wertpapiere pro Quartal (N = 760)

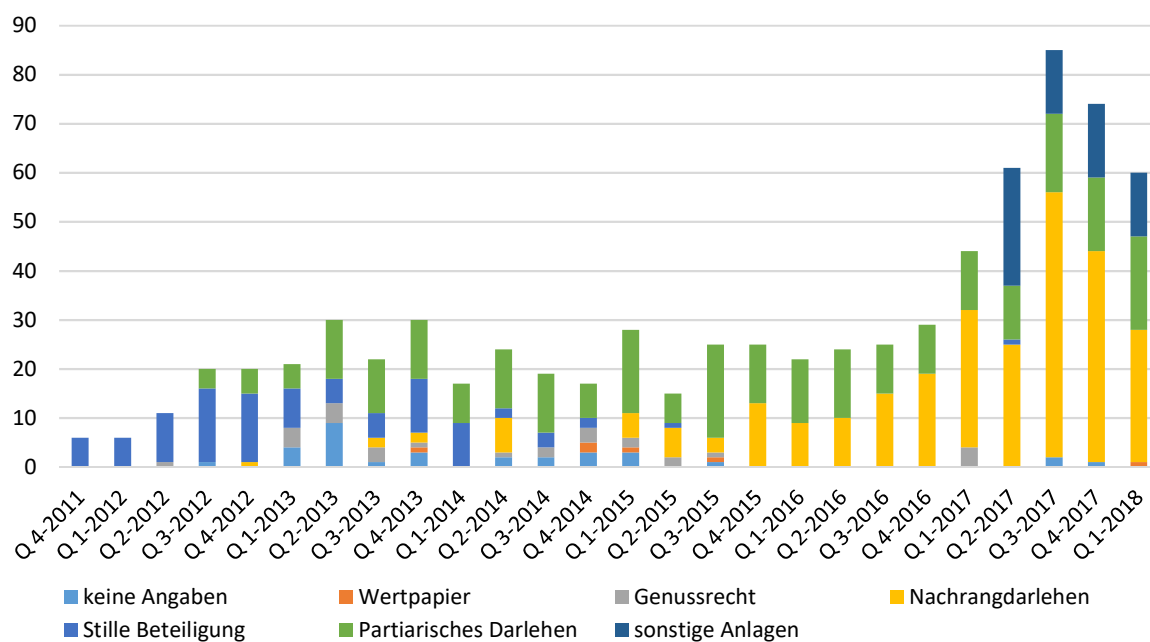


Abb. 24: Angebotene Vermögensanlagen und Wertpapiere (N = 846)

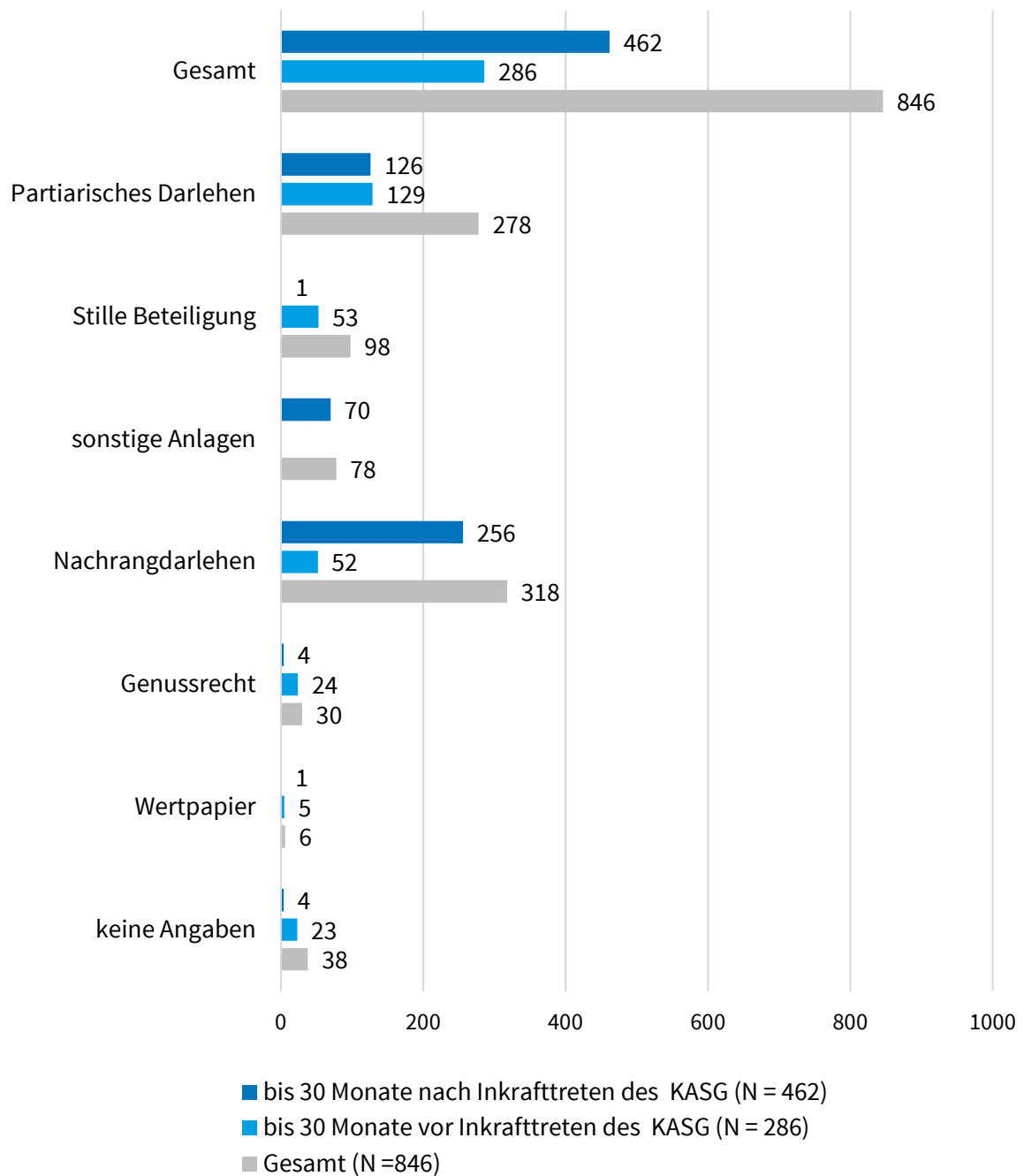


Abb. 25: Prozentualer Anteil der Anzahl der angebotenen Vermögensanlagen und Wertpapiere am jeweiligen Gesamtvolumen des betreffenden Zeitraums (N = 846)

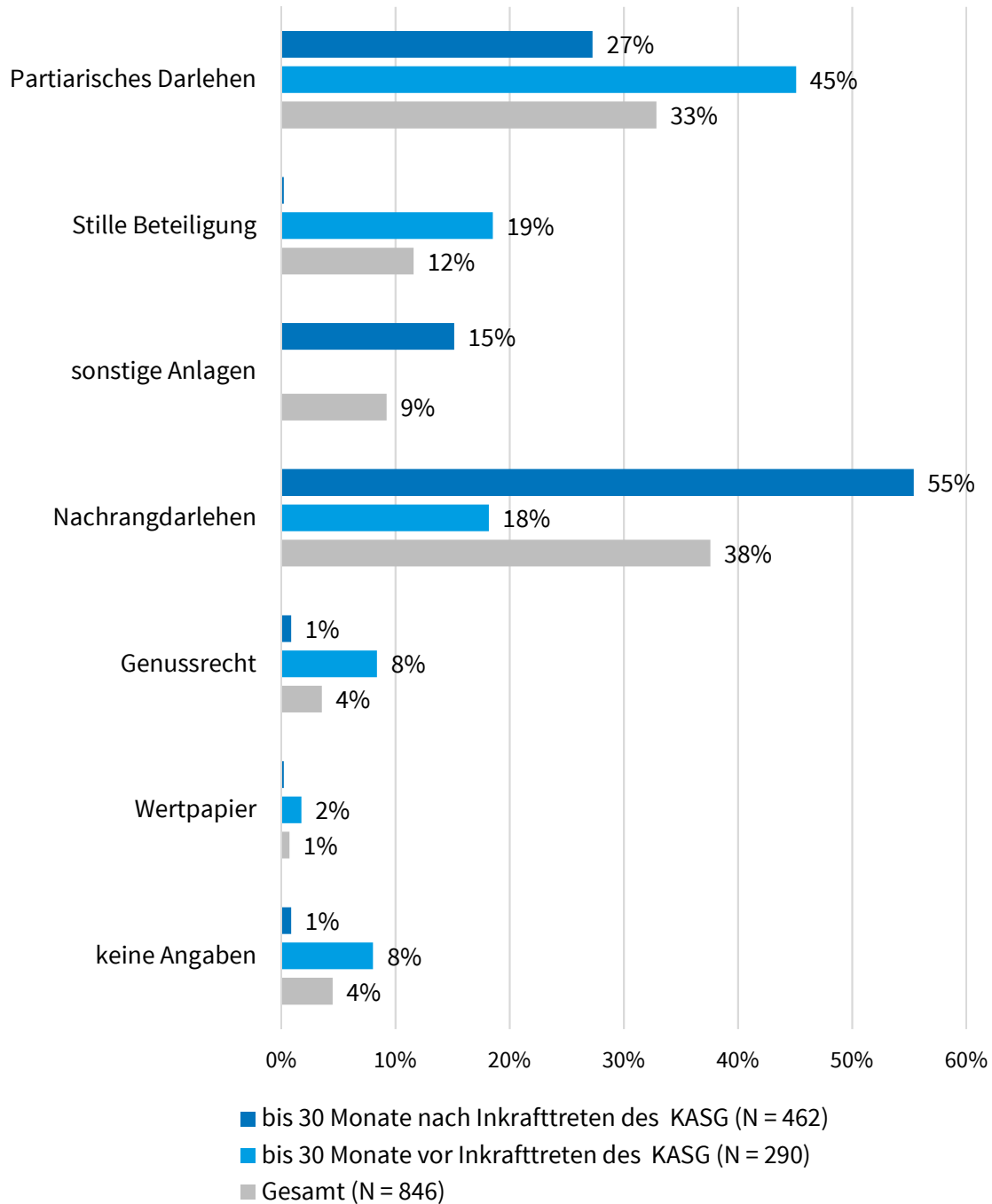


Abb. 26: Angebotene Vermögensanlagen und Wertpapiere erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen

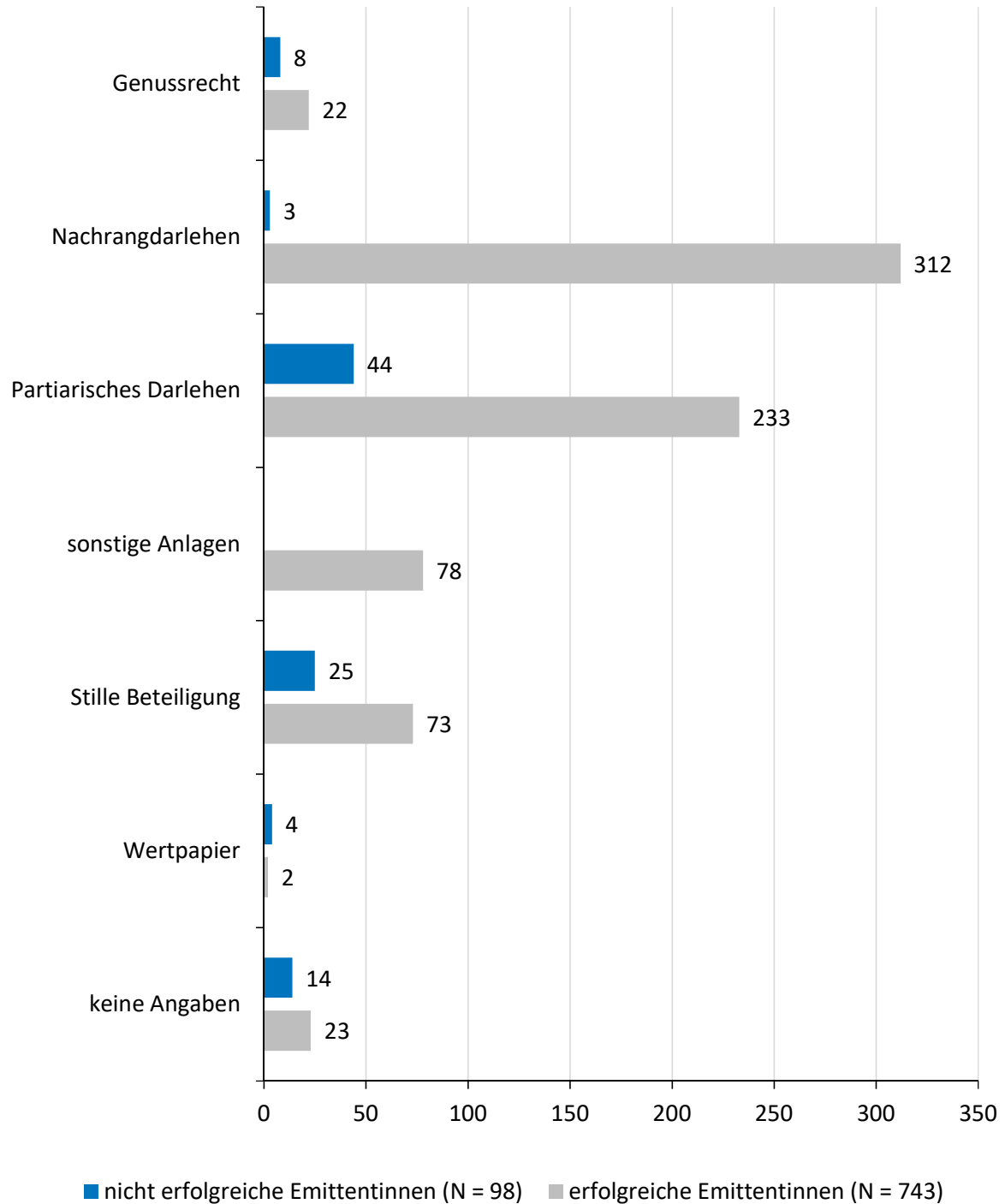
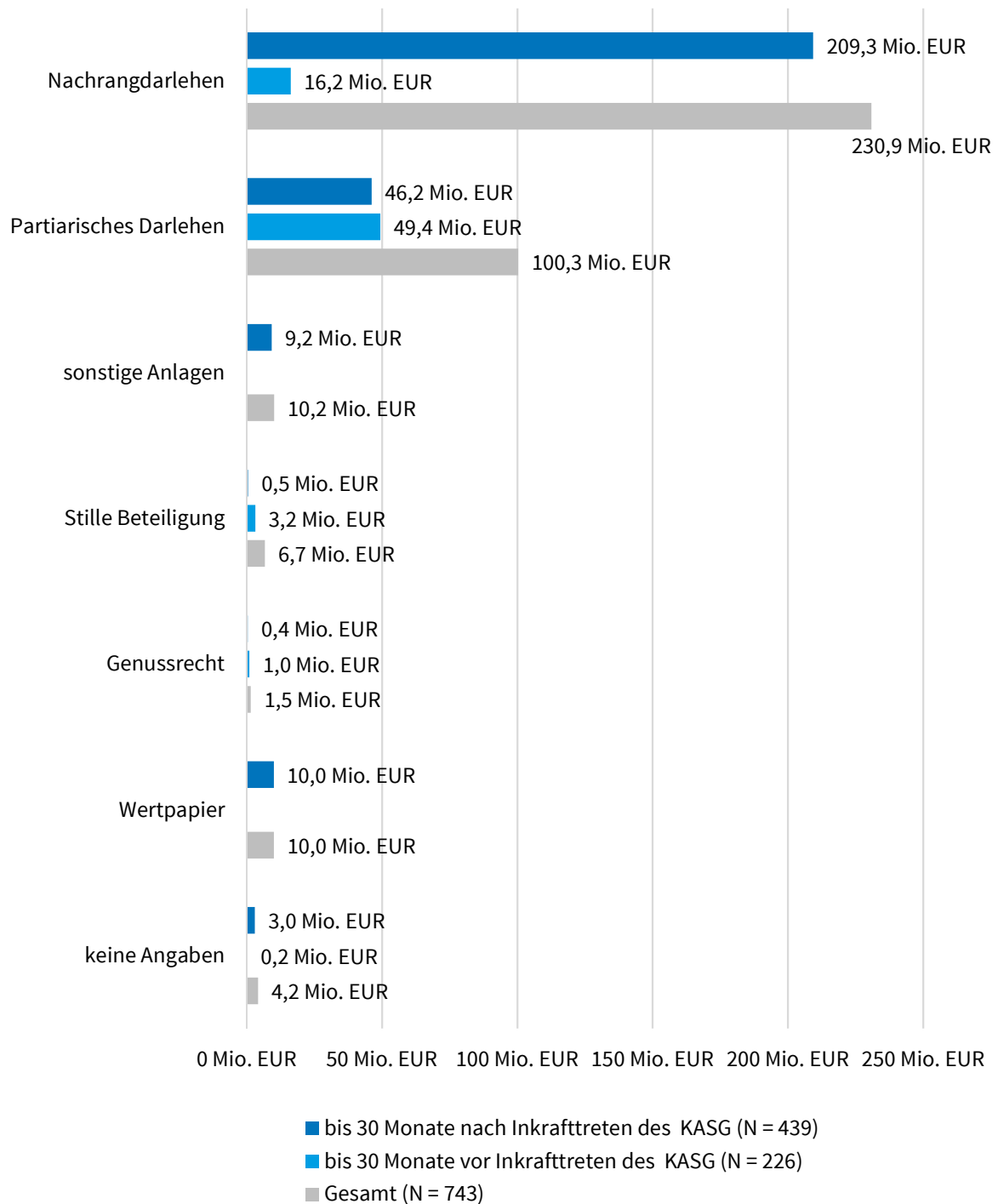
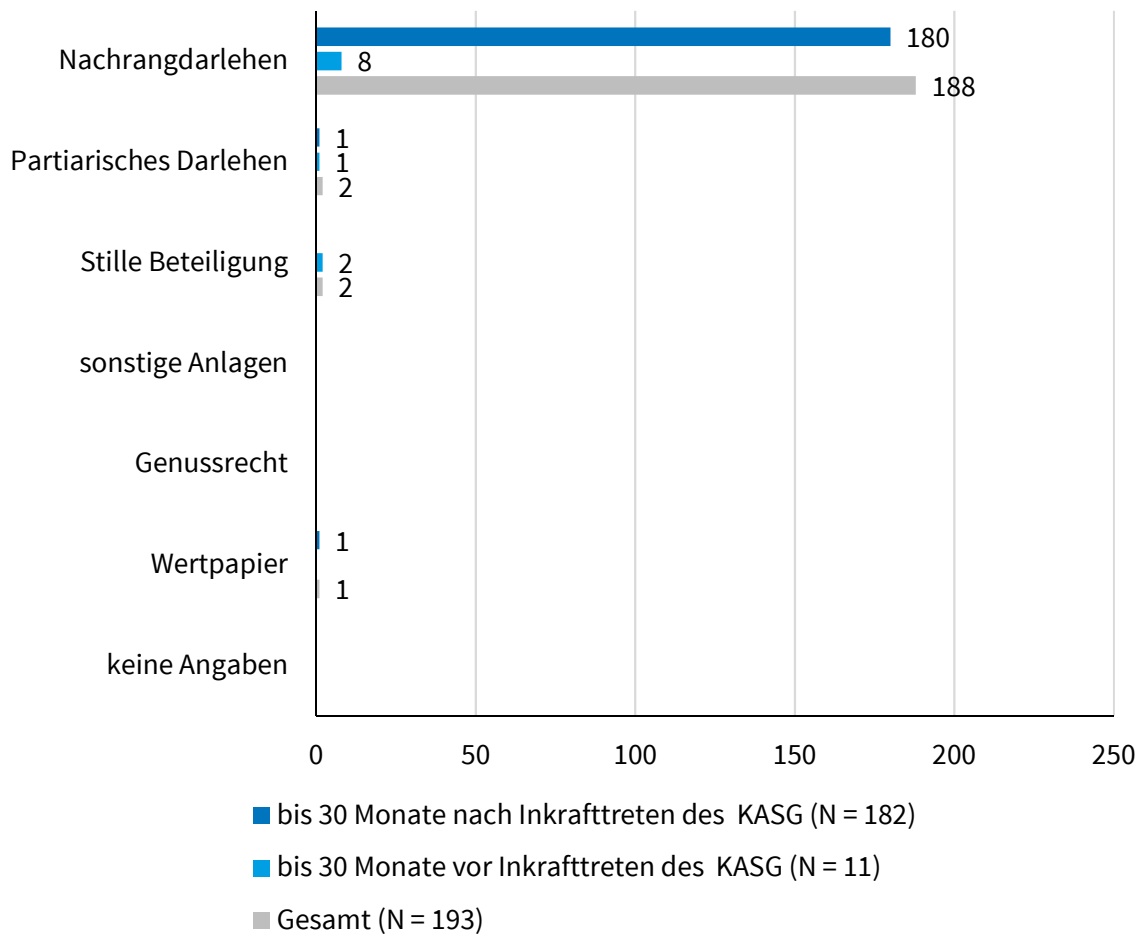


Abb. 27: Emissionsvolumen nach Vermögensanlagen und Wertpapiere erfolgreicher Finanzierungen, gesamt sowie 30 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG



In Abb. 28 werden die Vermögensanlagen für Immobilienfinanzierungen dargestellt. Es zeigt sich, dass – wie bereits im letzten Bericht – Immobilien-Emittentinnen meist Nachrangdarlehen anbieten. Jeweils zwei Emittentinnen nutzen stille Beteiligungen oder boten Wertpapiere an. Eine Emittentin nutzte ein partiarisches Darlehen.

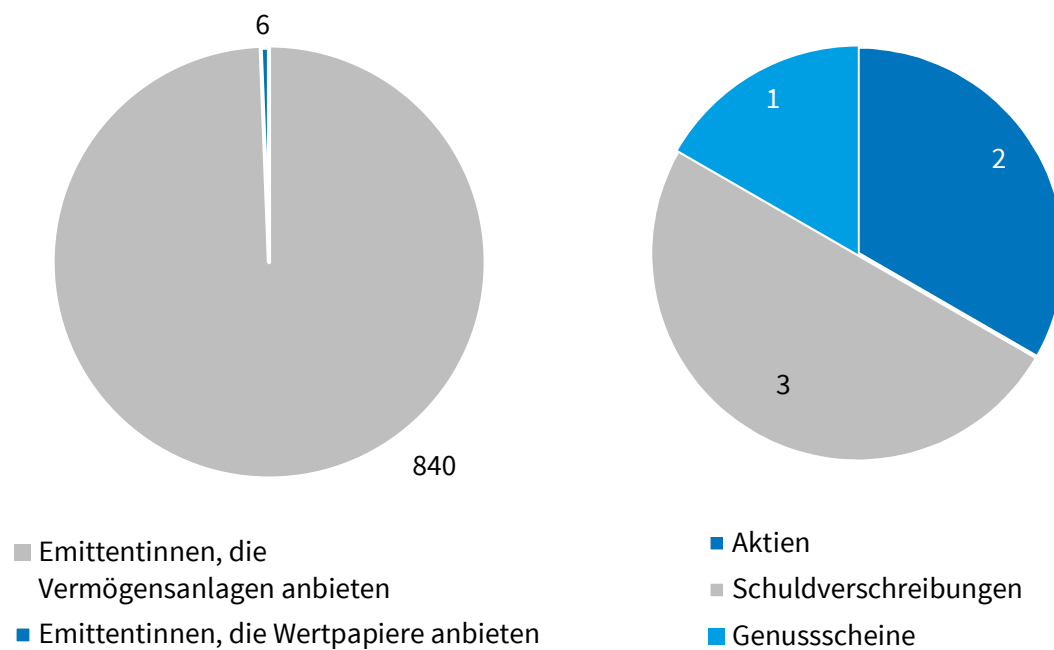
Abb. 28: Angebotene Vermögensanlagen und Wertpapiere bei Immobilienfinanzierungen



3.7 Schwarmfinanzierungen außerhalb des Anwendungsbereichs des VermAnlG über die Emission von Wertpapieren

Insgesamt boten sechs Emittentinnen Wertpapiere am Markt an (siehe Abb. 29). Damit bot seit dem letzten Bericht nur eine weitere Emittentin Wertpapiere an. Dabei handelt es sich um das Immobilien-Projekt Eisenbahnstraße, das über das Portal iFunded finanziert wurde.

Abb. 29: Angebotene Schwarmfinanzierungen außerhalb des Anwendungsbereichs des VermAnlG über die Emission von Wertpapieren



3.8 Eigenschaften der Investierenden bei Schwarmfinanzierungen

Die Investierenden auf den Crowdfunding-Portalen sind durchschnittlich 43 Jahre alt (siehe Tab. 2), wobei beispielsweise auf dem Portal Innvestment Nutzer im Alter von 18 bis 72 Jahren registriert waren.¹ Das Durchschnittsalter ist somit im Vergleich zum letzten Bericht von 40 auf 43 Jahre leicht angestiegen. Die überwiegende Mehrzahl der Investierenden ist auf allen Portalen mit durchschnittlich 88% weiterhin männlich. Eine Analyse nach unterschiedlichen Finanzierungsprojekten auf dem Portal Companisto zeigt, dass das durchschnittliche Alter der Investierenden je nach Projekt zwischen 37 und 45 Jahren schwankt. Der Anteil der weiblichen Investierenden variiert bei Companisto je nach Projekt und liegt zwischen 3% und 38%.

Der Mindestanlagebetrag variiert derzeit je nach Portal zwischen 1 EUR und 500 EUR. Die Investierenden können sich nicht nur direkt an einem Unternehmen, einer Immobilienfinanzierung, einer sozialen oder ökologischen Projektfinanzierung, Filmfinanzierung oder Sachgutfinanzierung beteiligen, sondern gründen mitunter zunächst eine Kapitalgesellschaft, die dann wiederum ein Investment tätigt.² Eine solche Konstruktion kann der Steueroptimierung dienen oder dazu, den Grenzwert für Investments von mehr als 10.000 EUR gemäß § 2a Abs. 3 VermAnlG zu umgehen. Informationen zur Nutzung von Kapitalgesellschaften durch die Investierenden wurden von vier Crowdfunding-Portalen zur Verfügung gestellt (siehe Tab. 2).³ Bei Zinsland investierte lediglich eine Kapitalgesellschaft vor und nach der Einführung des KASG auf dem Portal. Auf Conda lag die Anzahl der investierenden Kapitalgesellschaft laut Angaben der Betreiber bei 1,5%, auf Companisto bei 4,3% und auf Innvestment bei 10%. Ein Vergleich der von den Kapitalgesellschaften getätigten Investitionen vor und nach Einführung des KASG verdeutlicht, dass der Anteil bei den Portalen Companisto, Conda und Innvestment angestiegen ist. Bei Companisto stieg der Anteil von Kapitalgesellschaften unter den Investierenden nach Einführung des KASG beispielsweise um 1,8 Prozentpunkte von 1,5% auf 3,3%.

¹ Siehe Klöhn & Hornuf (2012).

² Davon zu unterscheiden sind durch die Portale initiierte indirekte (mittelbare) Schwarmfinanzierungen. Eine indirekte Unterbeteiligungskonstruktion boten beispielsweise die Plattformen Companisto und Innvestment an. Eine von der Plattform zur Verfügung gestellte Zweckgesellschaft beteiligte sich hierzu als Gesellschafterin an dem zu finanzierenden Unternehmen (Klöhn, Hornuf & Schilling, 2016).

³ Diese Informationen konnten lediglich für die Plattform Companisto aktualisiert werden.

Tab. 2: Eigenschaften der Investierenden auf deutschen Crowdfunding-Portalen

Portal	Durchschnittsalter der Investierenden in Jahren	Anteil männlicher Investierender in Prozent
Companisto	40	90
Conda*	37	86
Green Rocket	40	87
Home Rocket	43	85
Innvestment	41	90
Katrim	> 50	90
ReaCapital	50	85
Seedmatch*	38	89
Zinsland*	44	89

Quelle: Eigene Erhebungen, Innvestment (Klöhn & Hornuf, 2012), Seedmatch (Seedmatch, 2014a), Stand 01.04.2018.

* Stand: 01.06.2016.

Portal	# Investments von Kapitalgesellschaften insgesamt	# Investments von Kapitalgesellschaften vor dem KASG	# Investments von Kapitalgesellschaften nach dem KASG
Companisto	4,3%	1,5%	3,3%
Conda* ¹	1,5%	0,2%	8,3%
Innvestment*	10%	8%	12%
Zinsland*	2	1	1

Quelle: Eigene Erhebung, Stand 01.04.2018.

* Stand: 01.06.2016.

Um die Effektivität der in Folge des Evaluierungsberichts der Bundesregierung umgesetzten Maßnahmen zu untersuchen, wurde analysiert, ob Emittentinnen auf die Crowdfunding-Plattform maßgeblichen Einfluss ausüben können. Dafür wurde in einem ersten Schritt untersucht, ob sich die Portalgesellschaften selbst über die eigene Plattform finanziert haben. Hierfür wurde, sofern verfügbar, die Gesellschafterliste der jeweiligen Crowdfunding-Plattform über die Amadeus Datenbank des Bureau van Dijk analysiert. Außerdem wurden die vermittelten Finanzierungsprojekte der Plattformen untersucht und eine systematische Internetrecherche nach Kombinationen aus den Suchbegriffen Eigenfinanzierung bzw. Selbstfinanzierung und dem jeweiligen

¹ Bei diesen Angaben, Stand 01.06.2016, werden folgende Emittentinnen berücksichtigt: Der Industrie Gigant 3, NIXE Deutschland, Puzzles, Cavisto, PIZZA INNOVAZIONE, Munich Distillers #1, STROH STATT PLASTIK und Munich Distillers #2.

Plattformnamen durchgeführt. Als eine der ersten Crowdfunding-Plattform hat sich die mittlerweile inaktive Emittentin Gründerplus im Jahr 2012 über ein Crowdfunding finanziert.¹ Auch über die Plattform Companisto fand eine Eigenfinanzierung in Höhe von 100.000 EUR mit der Gründung im Jahr 2012 statt. Das Portal Bettervest hat sich im Jahr 2015 mit 300.000 EUR auf der eigenen Plattform finanziert. Seit Inkrafttreten des KASG sind keine Eigenfinanzierungen durch Crowdfunding-Plattformen bekannt. Dass Emittentinnen durch Investitionen der jeweiligen Gründerinnen und Gründer oder durch nicht eindeutig zuordenbare Beteiligungsgesellschaften mittelbar Einfluss auf die Crowdfunding-Plattform ausüben, kann jedoch nicht gänzlich ausgeschlossen werden.

Des Weiteren wurde untersucht, ob die Vermittlung durch Plattformen in Form der Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 8 Nr. 4 WpHG) oder der Anlageberatung (§ 2 Abs. 8 Nr. 10 WpHG) erfolgt. Eine Recherche auf den jeweiligen Plattformen ergab, dass diese in keinem Fall persönliche Anlageempfehlungen an Kundinnen und Kunden oder deren Vertreterinnen und Vertreter abgeben. Obwohl einige Plattformen mitunter Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen der Investierenden abfragen, prüfen sie die persönlichen Umstände der potentiell Investierenden in der Regel nicht umfangreich. Insbesondere wirken die Plattformen nicht auf die Willensentscheidung der potentiell Investierenden ein und fördern in dieser Form auch nicht den Geschäftsabschluss. Die in Deutschland tätigen Crowdfunding-Plattformen sind – soweit ersichtlich – ausschließlich in der Anlagevermittlung tätig. Anlageberatung findet durch in Deutschland tätige Crowdfunding-Plattformen nicht statt.

Schließlich wird im Hinblick auf die Einzelanlageschwellen untersucht, welche Erfahrungen es zum Umgang mit den einkommens- und vermögensabhängigen Anlagevoraussetzungen gibt, insbesondere ob und wie bei der ersten Investition über 1.000 EUR die erforderliche Selbstauskunft eingeholt wird. Auf den derzeit aktiven Plattformen wird von den Investierenden, bei denen es sich nicht um eine Kapitalgesellschaft handelt, eine entsprechende Erklärung hinsichtlich der finanziellen Situation nach § 2 Abs. 3 VermAnlG erfragt.² In der Regel müssen Investierende mindestens eine der beiden Selbstauskünfte per Mausklick bestätigen:

¹ Siehe Meinstartup.com (2012).

² Die Plattformen Bergfürst, Exporo, FundedByMe, Fundsters, Immo-Folio, Mezzany, Renditefokus, Deutsche Mikroinvest, iFunded, Kapitalfreunde, Lightfin und LoveCrowd konnten nicht berücksichtigt werden, da während des Untersuchungszeitraums keine Kampagnen angeboten wurden oder keine entsprechenden Informationen in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen vermerkt sind.

- (1) Dass der im Rahmen der Emission gewählte Gesamtbetrag nicht das Zweifache des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens¹ übersteigt.
- (2) Dass der Investierende über frei verfügbare Vermögensanlagen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100.000 EUR verfügt.

Informationen über Einzelinvestitionen wurden von neun Crowdfunding-Portalen zur Verfügung gestellt: Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Innovestment, Kickrs.net, Seedmatch und United Equity. Bei 517 der insgesamt 846 angebotenen Finanzierungsprojekte ist die Anzahl der Investments bekannt. Dabei wurden durchschnittlich 277 Investments pro Emittentin getätigt. Bei 456 erfolgreichen Emissionen, für die die entsprechenden Daten vorliegen, wurden durchschnittlich 307 Investments pro Emittentin getätigt.

Um detaillierte Informationen über die Rechtsform der durch die Investierenden ggf. verwendeten Firma zu erhalten, wurden insgesamt 62.045 individuelle Investments auf Companisto ausgewertet. Dies ist möglich, da Investierende auf Companisto mithilfe ihres Benutzernamens Auskunft über den Status als Kapitalgesellschaft geben können. Im Ergebnis zeigt sich, dass 4,3% der Investierenden auf Companisto angaben, über eine Kapitalgesellschaft zu investieren (siehe Abb. 30). Im Vergleich zum letzten Bericht, als der Anteil von Kapitalgesellschaften auf Companisto bei 6,4% lag, entspricht dies einem Rückgang um 2,1 Prozentpunkte. Diejenigen, die angaben, über eine Kapitalgesellschaft zu investieren, taten dies mit 4% häufig in der Rechtsform der GmbH. Nur rund 0,2% der Investments wurden in der Rechtsform der UG getätigt und rund 0,1% in der Rechtsform der AG.

¹ Manche Plattformen geben auch einen Mindestbetrag des Nettoeinkommens an, wie bspw. Kapilendo (600 EUR), Green Rocket (550 EUR) und Home Rocket (550 EUR).

Abb. 30: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto, basierend auf Selbstangaben der Investierenden

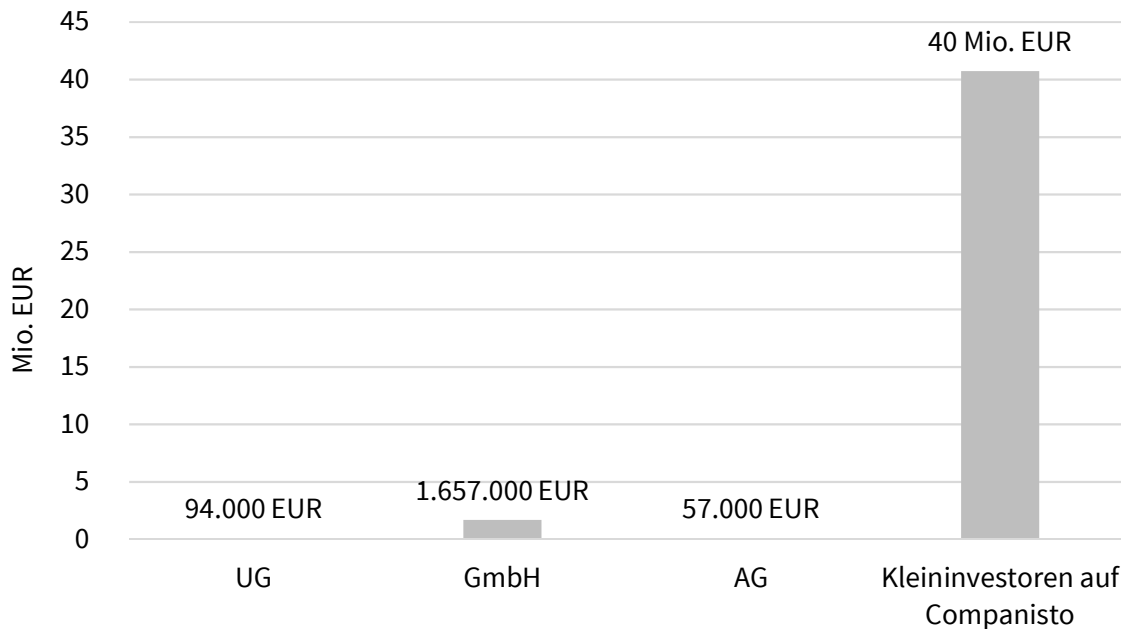
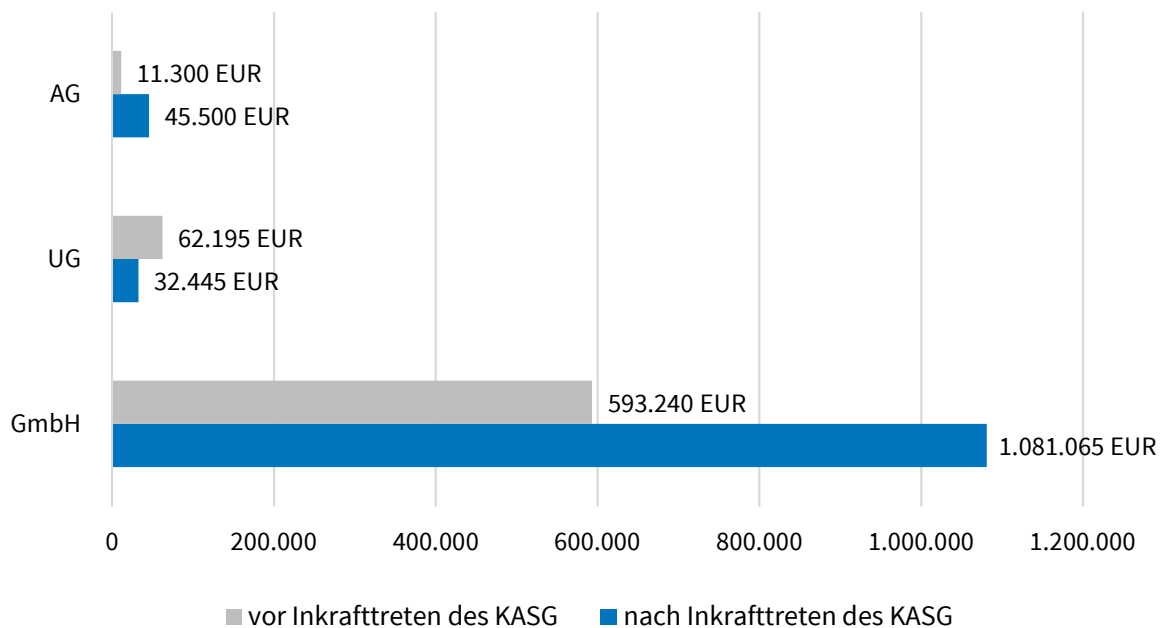


Abb. 31 verdeutlicht, dass sich die Verteilung des Investitionsvolumens von Kapitalgesellschaften auf Companisto 30 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG verändert hat: Die Rechtsform der AG gewann nach Einführung des KASG an Popularität und verzeichnete einen Anstieg der Investitionen um das fast Vierfache auf 45.500 EUR. Die Nutzung von Kapitalgesellschaften in der Rechtsform der GmbH verdoppelte sich auf ein Investitionsvolumen von fast 1,1 Mio. EUR. Demgegenüber sind nur noch etwa halb so viele Unternehmensgesellschaften nach Einführung des KASG auf Companisto aktiv. Vergleicht man die gewonnenen Erkenntnisse mit den Ergebnissen des letzten Berichts, zeigt sich, dass vor allem Kapitalgesellschaften in der Rechtsform der GmbH nach Einführung des KASG ein vergleichsweise hohes Investitionsvolumen aufweisen.

Abb. 31: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto, basierend auf Selbstangaben der Investierenden 30 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG



In einem weiteren Schritt wurde untersucht, ob professionelle Anbieter von Kapitalgesellschaften auf den Markt getreten sind, über die die Investierenden mittelbar investieren, um den Grenzwert von 10.000 EUR zu umgehen.¹ Auf Companisto konnten unter den 62.045 individuellen Investments 30 Kapitalgesellschaften gezählt werden, die fünf oder mehr Investments tätigten. Weitere 340 Investments wurden von Kapitalgesellschaften getätigt, die insgesamt weniger als fünf Investments vorwiesen. Dass sich in Deutschland eine professionelle Investment-Industrie analog zu der für Gründung englischer Limiteds (*private companies limited by shares*) etablierte hätte (Becht, Mayer & Wagner, 2008), kann für den Crowdfunding-Markt weiterhin nicht konstatiert werden. Das ist vor allem auch deshalb zu vermuten, weil im Vergleich zum letzten Bericht die Nutzung von Unternehmergesellschaften merklich zurückging.

Insgesamt wurden größere Investitionssummen vor allem von GmbHs investiert. Wie Abb. 32 zeigt, investierten die MB Vermögensverwaltungs GmbH, die Taipan Investment GmbH, die Dynamic Founders DF GmbH, die Polterauer Beteiligungs- und Verwaltungs GmbH, die Lisann GmbH, die Theano GmbH sowie die VenturesVision GmbH insgesamt jeweils mehr als 20.000 EUR auf Companisto. Durchschnittlich investierten die Kapitalgesellschaften jedoch deutlich weniger als den vom KASG eingeführten Grenzwert von 10.000 EUR. So waren es bei der Taipan Invest-

¹ Auf Companisto sind gemäß eigener Aussage zwar nur 0,3% aller Investitionen größer als 10.000 EUR, diese machen jedoch 14,4% des Gesamtinvestitionsvolumens aus. Des Weiteren sind 1,1% aller Investitionen größer oder gleich 10.000 EUR. Diese machen allerdings 26,4% des Gesamtinvestitionsvolumens aus.

ment GmbH durchschnittlich 3.190 EUR in 22 unterschiedlichen Emissionen, der Polterauer Beteiligungs- und Verwaltungs GmbH 2.298 EUR in 20 unterschiedlichen Emissionen, der Theano GmbH 1.240 EUR in 20 unterschiedlichen Emissionen, der Dynamic Founders DF GmbH 4.375 EUR in zwölf unterschiedlichen Emissionen (bei drei Emissionen wurden jeweils genau 10.000 EUR investiert), der Lisann GmbH 2.500 EUR in zwölf unterschiedlichen Emissionen, der MB Vermögensverwaltungs GmbH 8.200 EUR in zehn unterschiedlichen Emissionen (bei drei Emissionen wurden jeweils genau 10.000 EUR, bei zwei Emissionen nach Einführung des KASG genau 20.000 EUR investiert) und der VenturesVision GmbH 3.389 EUR in sechs unterschiedlichen Emissionen.

Wie Abb. 33 zeigt, wurden die häufigsten Investments von der Sermando UG (N = 43), der Steuerfachservice UG (N = 24) und der Taipan Investment GmbH (N = 22) vorgenommen. Unter den sonstigen Kapitalgesellschaften befinden sich 27 unterschiedliche Kapitalgesellschaften, die insgesamt über 10.000 EUR investierten und dabei ein Kapital von 1.027.125 EUR bereitstellten. Im Vergleich zum letzten Bericht, bei dem 16 unterschiedliche Kapitalgesellschaften, die insgesamt über 10.000 EUR investierten, ein Kapital von 357.500 EUR bereitstellten, ist dies eine Steigerung um 669.625 EUR.

Abb. 32: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto, basierend auf Selbstangaben der Investierenden (,Sonstige': weniger als fünf Investments)

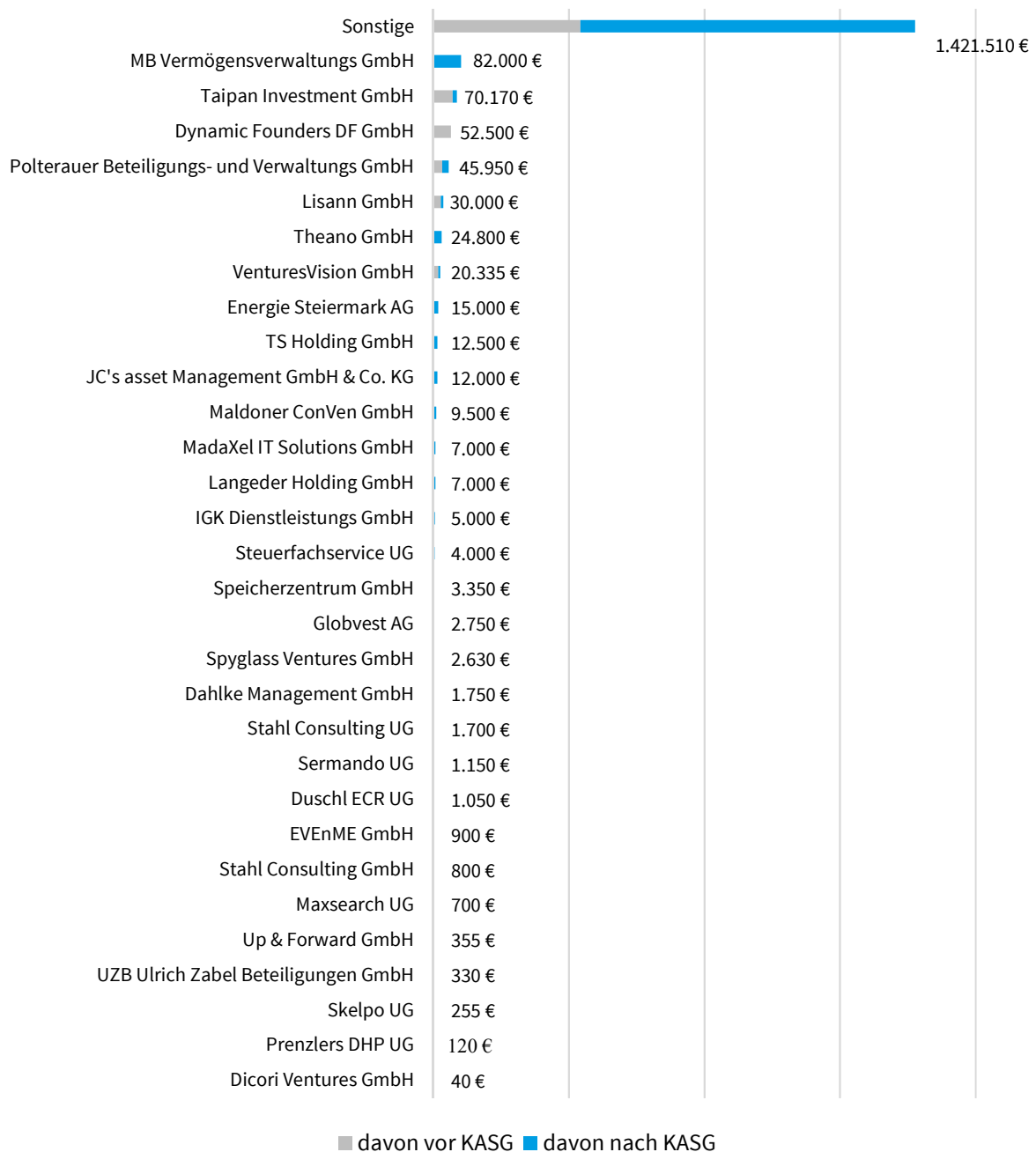
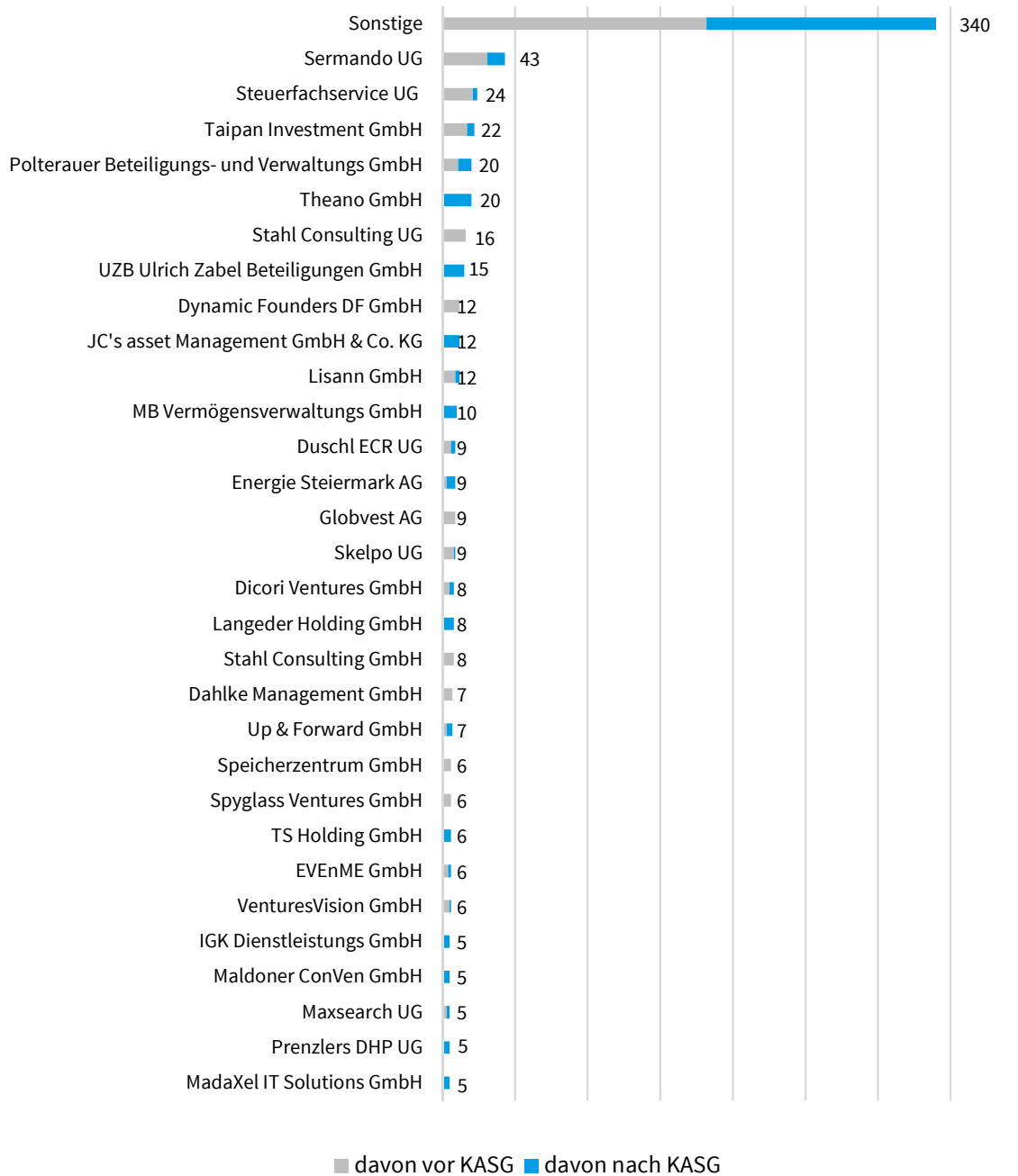


Abb. 33: Häufigkeit der Investments durch Kapitalgesellschaften auf dem Portal Companisto, basierend auf Selbstangaben der Investierenden („Sonstige“: weniger als fünf Investments)



3.9 Anlagebeträge bei Schwarmfinanzierungen

Die Informationen zu den Anlagebeträgen einzelner Investierender für alle erfolgreichen und nicht erfolgreichen Emittentinnen sind für die Plattformen Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Investment, Kickrs.net und United Equity verfügbar. Für das Portal Seedmatch konnten die Anlagebeträge für 40 der 109 Emissionen für die Auswertung herangezogen werden, da die Plattform nach Abschluss einer Finanzierungsrunde die Anlagebeträge der Investierenden unmittelbar löscht.¹

Insgesamt werden in der folgenden Auswertung 101.369 Investments berücksichtigt. Um die Grenzwerte des KASG besser analysieren zu können, werden Anlagebeträge von 1.000 EUR und 10.000 EUR gesondert ausgewiesen. Wie Abb. 34 zeigt, machen die Investierenden, die mehr als 1.000 EUR investierten, zahlenmäßig 14,4% aller Investierenden auf dem Crowdfunding-Markt aus, bringen jedoch 66% der am Markt investierten Mittel auf.

Ein Vergleich der Beteiligungshöhen 30 Monate vor sowie 30 Monate nach Inkrafttreten des KASG (siehe Abb. 35 und Abb. 36) zeigt, dass rund 14% der Investierenden mehr als 1.000 EUR investierten (13,9% vor KASG vs. 13,5% nach KASG). Prozentual trugen die Investierenden, die mehr als 1.000 EUR investierten, vor Inkrafttreten des KASG 72% und nach Inkrafttreten des KASG 61% zum Gesamtmarktvolumen bei. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die übrigen Investierenden nach Einführung des KASG durchschnittlich höhere Anlagebeträge investierten.

Die Anzahl der Investierenden, die exakt 1.000 EUR investierten, stieg nach Inkrafttreten des KASG von 9% auf 13% an. Mithilfe eines zweiseitigen t-Tests wurde geprüft, ob der Anstieg bei der Anzahl der Investierenden, die exakt 1.000 EUR investierten, statistisch signifikant ist. Das Ergebnis des t-Tests zeigt, dass sich die Mittelwerte signifikant unterscheiden ($t = 18.705$; $p < 0.001$) und somit nach Inkrafttreten des KASG mehr Investierende exakt 1.000 EUR investierten. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass das Erfordernis der Selbstauskunft von Einkommen und Vermögen bei Investments von mehr als 1.000 EUR die Investierenden auf Anlagebeträge von exakt 1.000 EUR beschränkt.

Die Anzahl der Investierenden, die über 10.000 EUR investierten, nahm nach Inkrafttreten des KASG ab und sank von 0,6% auf 0,1%. Der zweiseitige t-Test liefert ein statistisch signifikantes Ergebnis ($t = -15.473$; $p < 0.001$). Die Zahl derjenigen Investierenden, die exakt 10.000 EUR investierten, stieg von 0,8% auf 1% an. Das Testergebnis des zweiseitigen t-Tests ist statistisch signifikant ($t = 2.385$; $p = 0.0171$). Es kann somit davon ausgegangen werden, dass der zweite Schwellenwert von 10.000 EUR eine einschränkende Wirkung auf das Crowdfunding hat.

¹ Im Vergleich zu dem letzten Bericht sind sechs neue Emissionen hinzugekommen.

Abb. 34: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfunding-Markt (n = 101.369 Investments, N = 253 Emissionen von Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Innvestment, Kickrs.net, Seedmatch und United Equity)

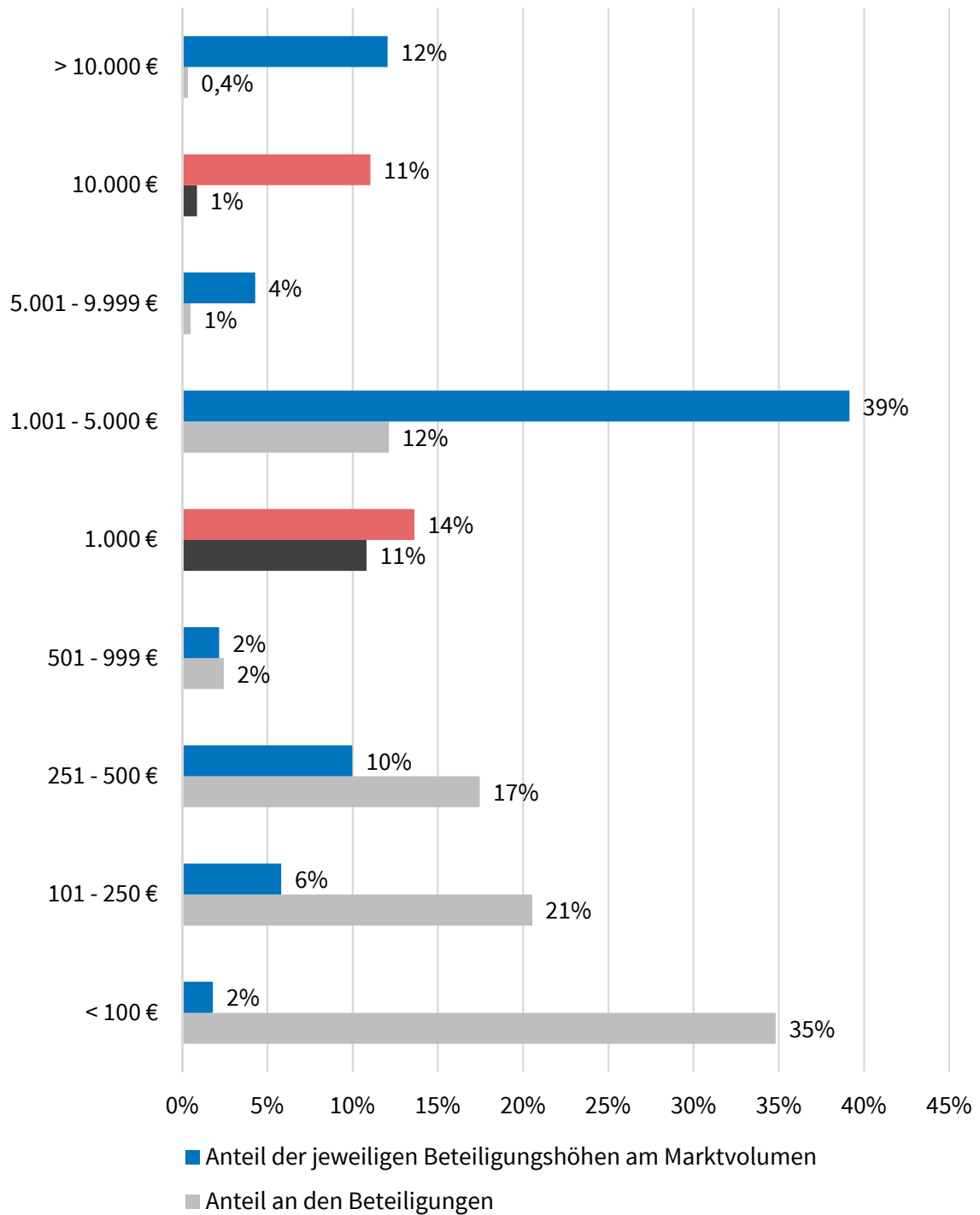


Abb. 35: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfunding-Markt (bis 30 Monate vor dem KASG; n = 48.018 Investments, N = 126 Emissionen von Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Innvestment, Kickrs.net, Seedmatch und United Equity)

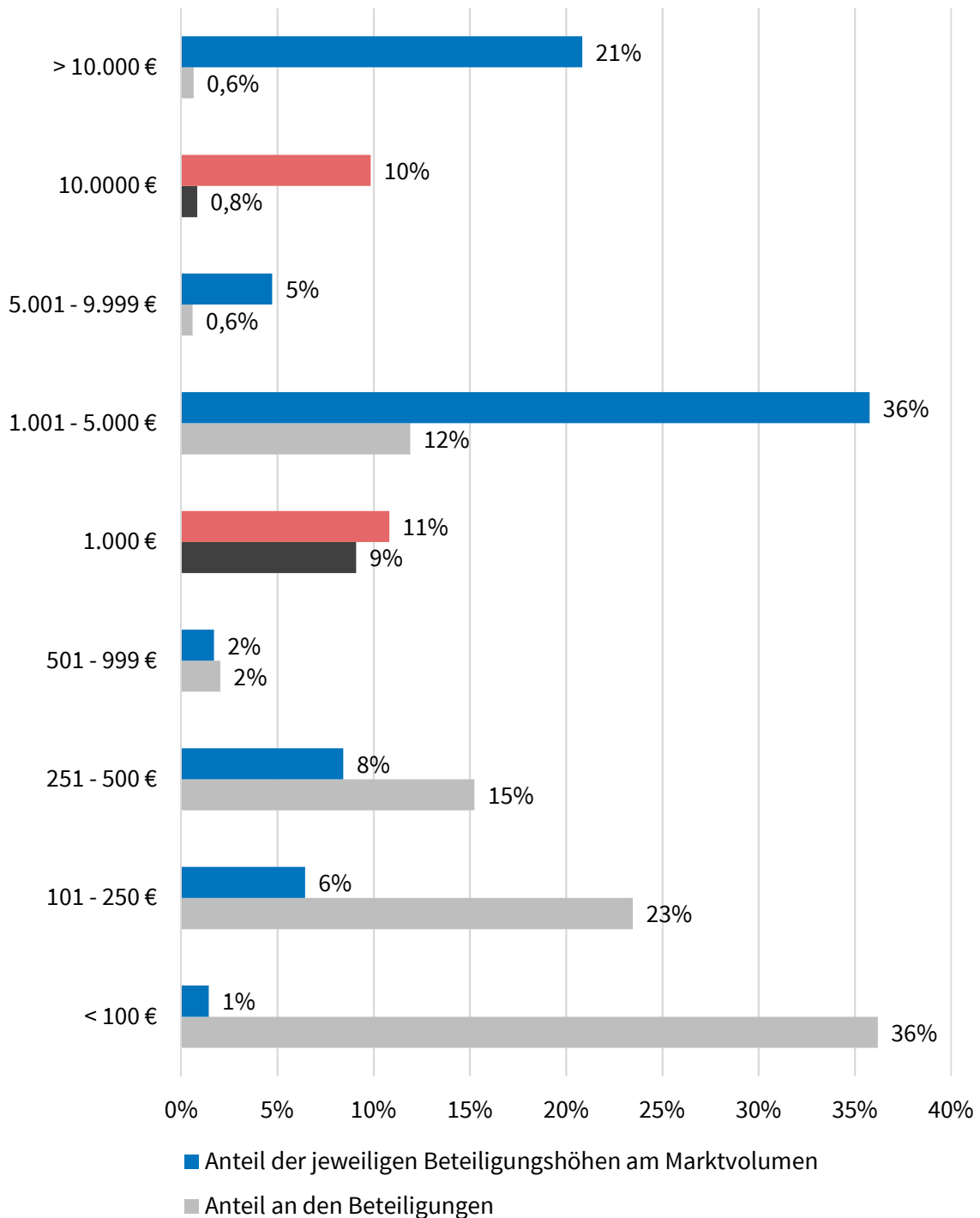
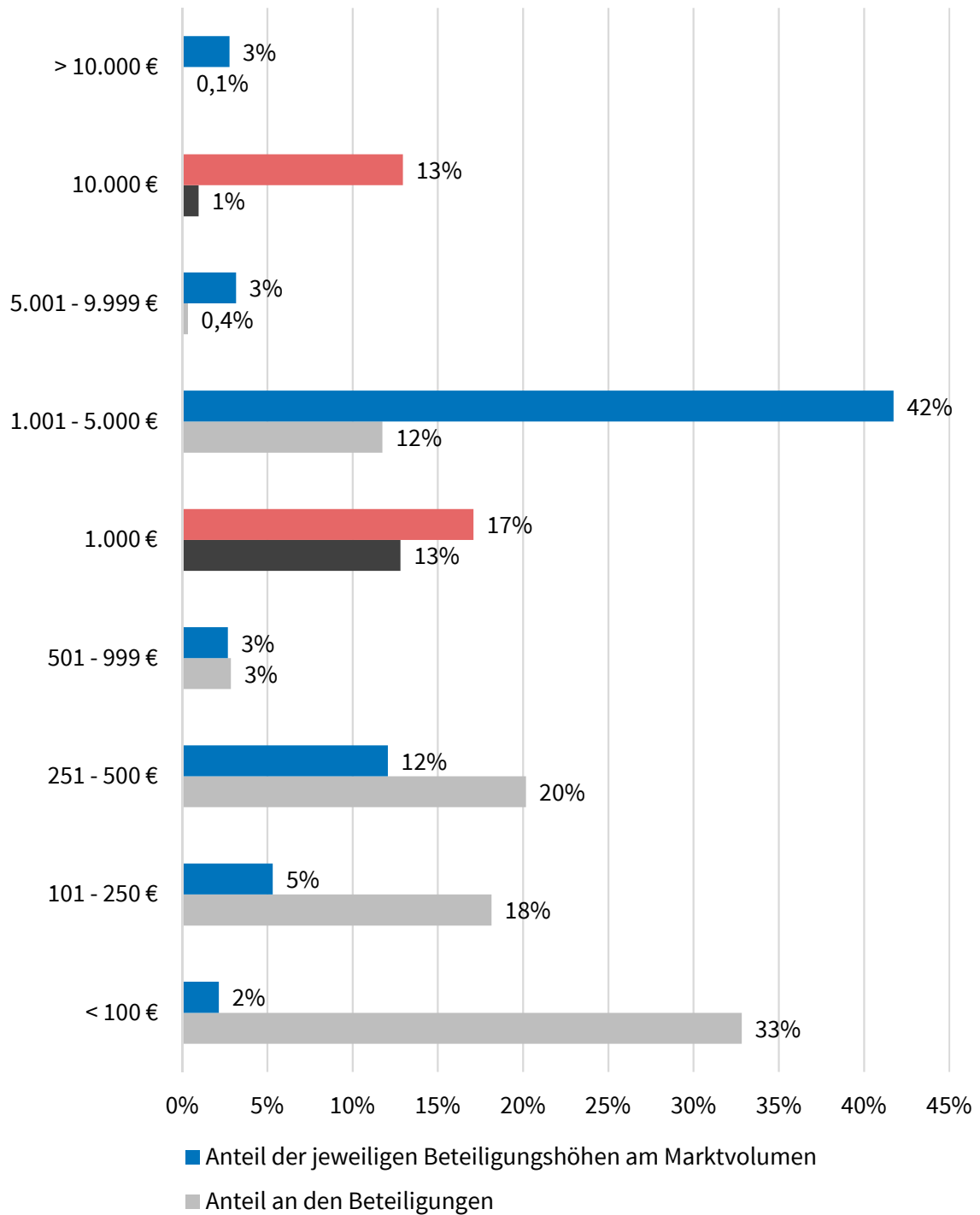
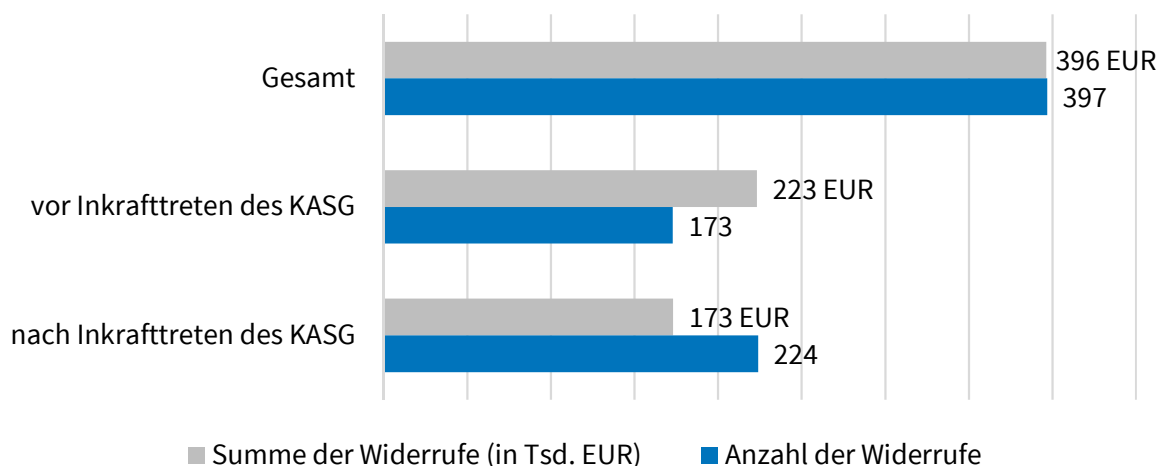


Abb. 36: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfunding-Markt (bis 30 Monate nach dem KASG; n = 50.498 Investments, N = 106 Emissionen von Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Innovestment, Kickrs.net, Seedmatch und United Equity)



In Abb. 37 sind die auf den Plattformen Bettervest und Seedmatch öffentlich einsehbaren Widerrufe der Investierenden zusammengefasst. Bei dieser Auswertung konnten die Daten von 30 Emissionen vor und zehn Emissionen nach Inkrafttreten des KASG von der Plattform Seedmatch sowie 29 Emissionen vor und 37 Emissionen nach Inkrafttreten des KASG von dem Portal Bettervest berücksichtigt werden. Für die Portale Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Innovestment, Kickrs.net und United Equity sind keine Angaben zu den Widerrufen pro Investierender verfügbar. Auf der Plattform Seedmatch gab es bei 28 Emissionen 131 Investierende, die ihr Widerrufsrecht in Anspruch genommen haben und eine Summe von 194.000 EUR widerrufenen. Bei Bettervest gab es bei 49 Emissionen 266 Investierende, die ihr Widerrufsrecht in Anspruch genommen haben und eine Summe von 202.350 EUR widerrufenen. Ein Vergleich der Widerrufshäufigkeiten und der widerrufenen Volumen 30 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG zeigt, dass Widerrufe während der Finanzierungsphase von 1,2% auf rund 1,6% gestiegen sind.

Abb. 37: Anzahl der Widerrufe sowie das widerrufenen Investitionsvolumen für 59 Emissionen 30 Monate vor Inkrafttreten des KASG, sowie 47 Emissionen 30 Monate nach Inkrafttreten des KASG auf den Plattformen Bettervest und Seedmatch



3.10 Mehrfach-Investments

Im Folgenden wurde untersucht, ob die Investierenden ihr Portfolio nach der Insolvenz einer von ihnen finanzierten Emittentin weiter streuen oder minimieren. Würde eine Insolvenz zu einem abrupten Abbruch der Investments durch Investierende führen, wäre dies möglicherweise ein Hinweis darauf, dass die Investierenden die Insolvenzwahrscheinlichkeit am Crowdfunding-Markt ursprünglich niedriger eingeschätzt haben. Eine solche Analyse ist für 204 Projekte, in die insgesamt 21.579 Investitionen von 8.215 Investierenden getätigt wurden, für die Plattformen Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket und Innovestment möglich. Insgesamt konnten unter den 204 Projekten 17 Insolvenzen verzeichnet werden.

Im Durchschnitt tätigte jeder Investierende in der vorliegenden Stichprobe drei Investitionen. Insgesamt 93,5% der Investierenden haben keine Insolvenz erlebt. Lediglich 6,5% der 8.215 Investierenden, d.h. 536 Investierende, haben mindestens eine Insolvenz erlebt. Von diesen 536 Investierenden sind wiederum 93,5% von genau einem Insolvenzverfahren betroffen. Bei rund 5,4% der Investierenden haben jeweils zwei Projekte Insolvenz angemeldet. Bei einem Investierenden (Sermando UG) waren es sogar sieben Insolvenzen (siehe Abb. 38).

Abb. 38: Anzahl der ausgefallenen Projekte im Falle einer Insolvenz (N = 536)

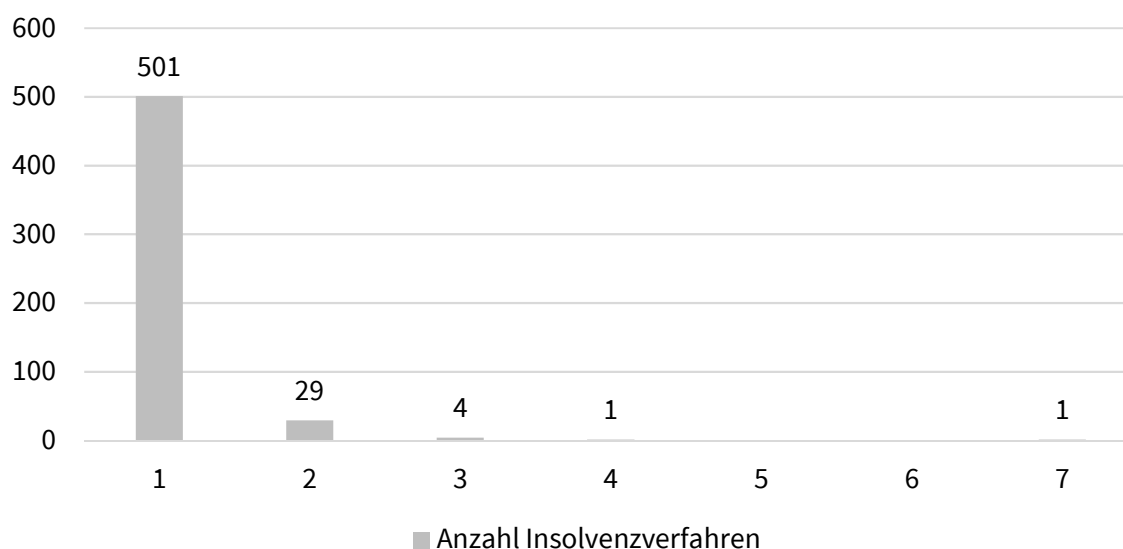
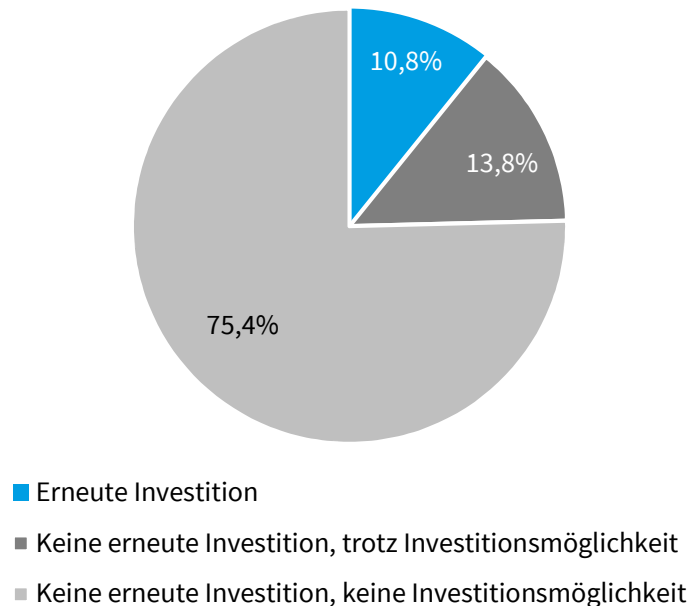


Abb. 39 zeigt, dass nur 10,8% der 536 Investierenden nach der Insolvenz weiter in Crowdfunding-Kampagnen investierten. Demgegenüber haben 89,2% der Investierenden keine weiteren Investitionen getätigt. Allerdings hatten die von einer Insolvenz betroffenen in 75,4% der Fälle keine Möglichkeit, weiter zu investieren, da auf der jeweiligen Plattform im Beobachtungszeitraum kein Investitionsprojekt angeboten wurde. Trotz neuer Investitionsmöglichkeiten haben sich 13,8% der Investierenden gegen eine Investition in Crowdfunding-Kampagnen entschieden. Von den 10,8%, die trotz Insolvenzbekanntmachung weiter investierten, haben rund 37% lediglich eine weitere Investition getätigt. Demgegenüber haben rund 32% mehr als fünf weitere Investitionen getätigt. Dass die Investierenden wie im Crowdlending (Dorfleitner, Hornuf & Weber, 2018) aufgrund einer Insolvenz generell eine Neubewertung der mit dem Crowdfunding einhergehenden Risiken vornehmen und sich gänzlich aus dem Markt zurückziehen, kann somit nicht konstatiert werden.

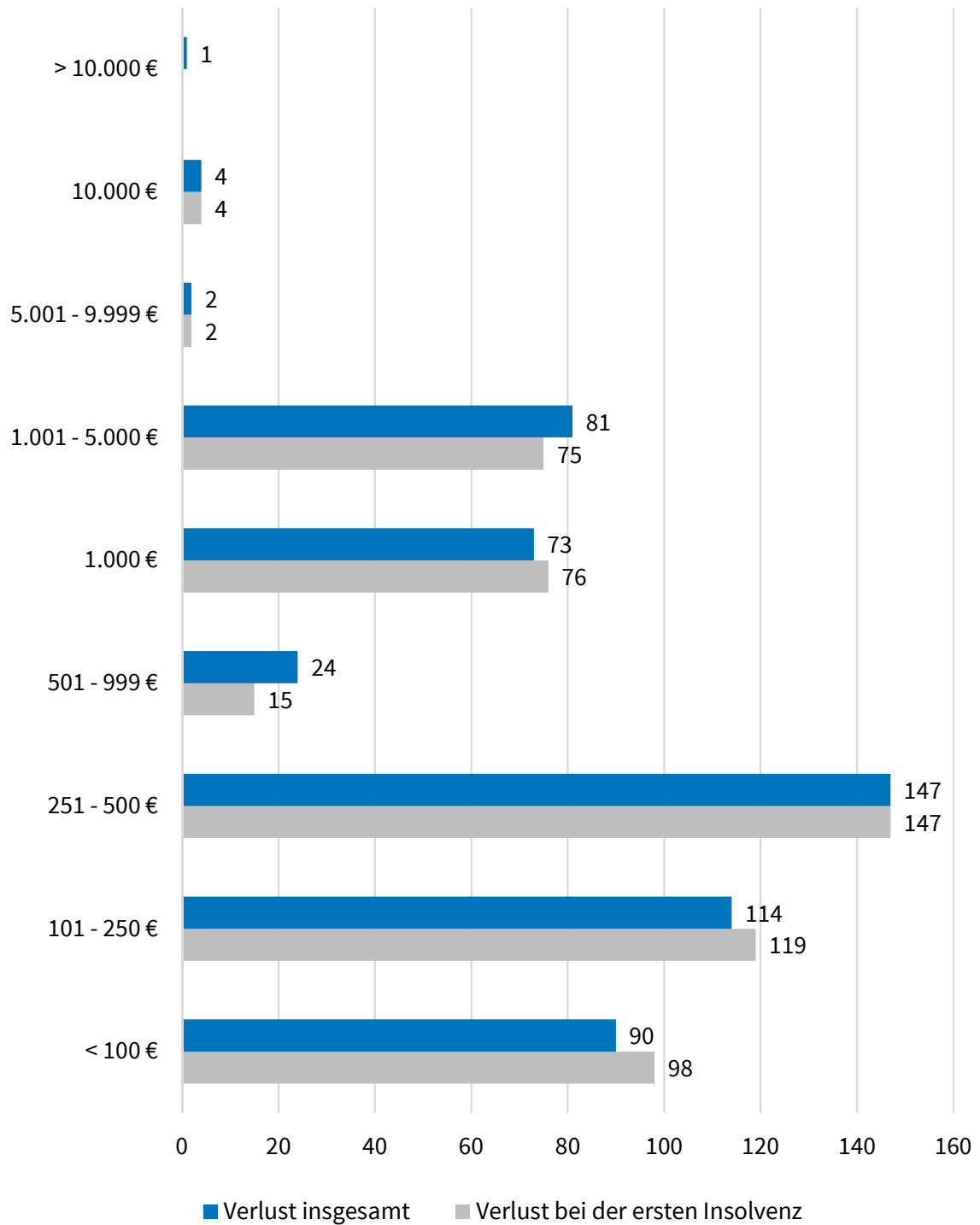
Abb. 39: Anteil der Investierenden, die nach der ersten erlebten Insolvenz weiter investiert haben (N = 536)



Der durch die erste Insolvenz entstandene Verlust lag bei 27,4% der Investierenden zwischen 251 EUR und 500 EUR (Abb. 40).¹ Bei rund 14% lag der Schaden zwischen 1.001 EUR und 5.000 EUR, bei 0,4% zwischen 5.001 EUR und 9.999 EUR und bei 0,8% bei exakt 10.000 EUR. Der Verlust der Investierenden durch die erste erlebte Insolvenz ist häufig identisch mit dem Gesamtverlust, da der größte Teil der Investierenden mit 93,5% nur eine Insolvenz erlebt hat (siehe Abb. 39). Der minimale Verlust liegt in beiden Fällen bei 5 EUR. Der mittlere Verlust bei der ersten erlebten Insolvenz beträgt 828 EUR und der mittlere Gesamtverlust ist mit 888 EUR leicht höher. Der Maximalverlust eines Investierenden bei der ersten erlebten Insolvenz beträgt 10.000 EUR. Der maximale Gesamtverlust liegt bei 11.000 EUR, den die Dynamic Founders DF GmbH erlitt.

¹ Dies impliziert eine Verwertungsrate von Null aufgrund der kaum vorhandenen Substanzwerte eines Start-up-Unternehmens sowie dem in vielen Finanzierungsverträgen spezifizierten Rangrücktritt.

Abb. 40: Verlust der Investierenden nach der ersten erlebten Insolvenz (N = 536)



Außerdem wurde der Frage, welche Schäden den Anlegerinnen und Anlegern durch Ausfälle von crowdfinanzierten Projekten am Gesamtmarkt entstehen, durch Expertengespräche nachgegangen. Dazu wurden Interviews mit der Stiftung Warentest und der Verbraucherzentrale Hessen geführt, die als Schwerpunkt-Verbraucherzentrale im Rahmen des Marktwächters Finanzen für den Grauen Kapitalmarkt (Genussrechte, Nachrangdarlehen und stille Beteiligungen) zuständig ist. Den Verbraucherzentralen liegen keine Anfragen vor, die im Zusammenhang mit der Insolvenz von Crowdfunding-Projekten stehen. Als ein möglicher Grund wurde angeführt, dass Projekte insolvent gingen, die über Plattformen angeboten wurden, die nur eine geringe Mindestinvestition fordern. Vermutlich sind die investierten Beträge und damit auch die Ausfälle so gering, dass es sich für die Anlegerinnen und Anleger nicht lohnt, sich Unterstützung für eine mögliche Durchsetzung ihrer Ansprüche zu holen. Die Stiftung Warentest bestätigt diese Einschätzung. Von der Verbraucherzentrale Hessen wurde darauf hingewiesen, dass Anlegerinnen und Anleger in der vorvertraglichen Beratung vermehrt über Investitionen in crowdfinanzierte Projekte zur Altersvorsorge nachdenken.

3.11 Marktkonsolidierung

Bislang hat weiterhin keine deutsche Crowdfunding-Plattform ihren Sitz ins Ausland verlegt. Zwei deutsche Crowdfunding-Plattformen schlossen sich mit dem österreichischen Portal Conda zusammen. Im Jahr 2014 fusionierte die Plattform Conda mit dem Münchener Portal Mashup Finance. Im Jahr 2016 erfolgte eine weitere Fusion zwischen Conda und Bankless24. Schließlich fusionierten im Jahr 2016 die beiden deutschen Portale Kapilendo und Venturate unter dem Dach der Kapilendo AG. Kapilendo vermittelt seither Crowdfunding- und Crowdlending-Finanzierungen.

3.12 Ausländische Crowdfunding-Plattformen

Dass ausländische Crowdfunding-Plattformen über Tochtergesellschaften oder Zweigniederlassungen in Deutschland verfügen, ist bei den österreichischen Plattformen Conda, Green Rocket, Home Rocket sowie Lion Rocket, und bei der schwedischen Plattform FundedByMe der Fall. Allerdings können sich deutsche Emittentinnen prinzipiell auch auf Portalen im Ausland finanzieren. Naheliegend ist hier vor allem das deutsch- und englischsprachige Ausland (Österreich, Schweiz, Großbritannien, USA).

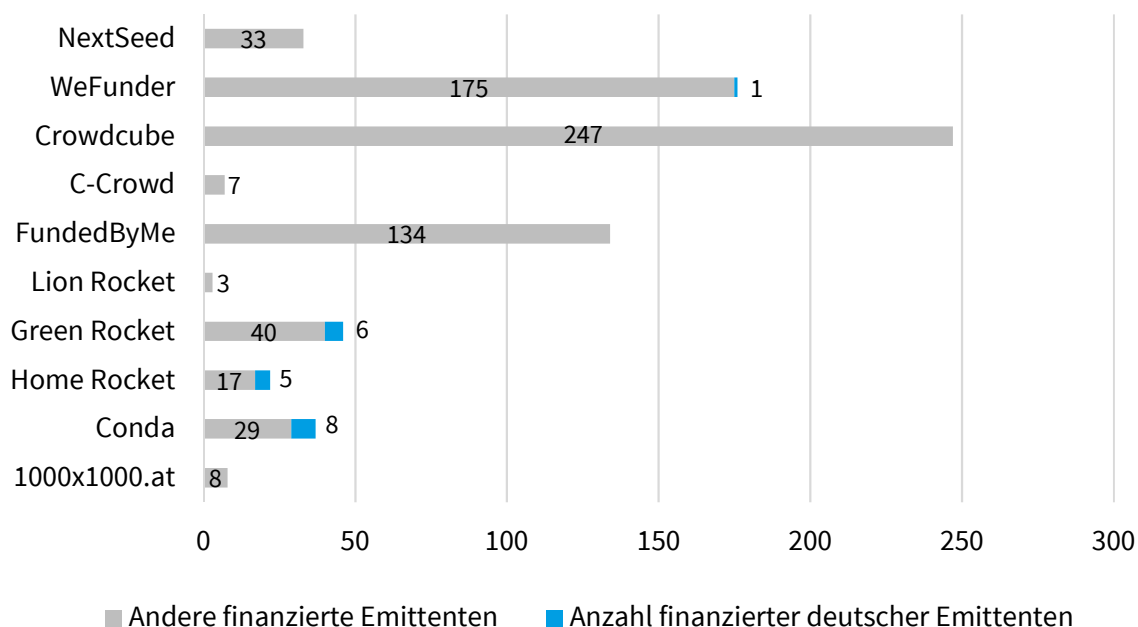
Es konnten für Großbritannien, Österreich, Schweden, die Schweiz und die USA¹ die folgenden zehn Plattformen untersucht werden: C-Crowd (CH), Conda (AT), Crowdcube (GB), FundedByMe (SWE), Green Rocket (AT), Home Rocket (AT), Lion Rocket (AT), NextSeed (USA), Wefunder (USA) und 1000x1000 (AT) (siehe Abb. 41). Die Finanzierungen auf den Plattformen Indiegogo (USA),

¹ Im Vergleich zum letzten Bericht können nun auch Plattformen aus den USA berücksichtigt werden. In den USA war Crowdfunding durch Kleinanleger (*non-accredited investors*) nicht möglich, bis die amerikanische Finanzmarktaussicht im Mai 2016 konkrete Regeln zur Umsetzung des JOBS Act implementierte.

Investiere (CH) und Seedrs (GB) konnten nicht berücksichtigt werden, da die Projekte nicht einsehbar waren und auf Nachfrage keine Informationen zur Verfügung gestellt wurden. Des Weiteren teilte die Plattform StartEngine (USA) mit, dass nur haftungsbeschränkte Unternehmen aus den USA und keine ausländischen Unternehmen auf dem Portal finanziert würden.

Wie im letzten Bericht konnte auf dem britischen Portal Crowdcube kein finanziertes Unternehmen mit Sitz in Deutschland nachgewiesen werden. Verglichen mit den Ergebnissen aus dem letzten Bericht zeigt sich ein marginaler Anstieg von deutschen Unternehmen, die sich auf ausländischen Plattformen finanzieren. Beim österreichischen Portal Conda hatten acht der insgesamt 37 finanzierten Unternehmen ihren Sitz in Deutschland. Beim österreichischen Immobilienfinanzierer Home Rocket kamen fünf von 22 Emittentinnen aus Deutschland. Auf Green Rocket (AT) wurden sechs deutsche Emittentinnen finanziert. Auf C-Crowd (CH), FundedByMe (SWE), Lion Rocket (AT) und 1000x1000 (AT) war es keine einzige. Diese Steigerung der Finanzierung deutscher Emittentinnen auf österreichischen Plattformen der Rocket-Familie ist möglicherweise auf die neuerlich geschaffenen Niederlassungen in Deutschland zurückzuführen. Andererseits bieten ausländische Emittentinnen weiterhin vereinzelt Anteile auf deutschen Portalen an. In den letzten Jahren konnten Bettervest-Nutzer beispielsweise Anteile ökologischer Projekte aus Nigeria erwerben. Auf den amerikanischen Portalen wurde lediglich auf WeFunder ein deutsches Unternehmen finanziert (Senic GmbH).

Abb. 41: Anzahl finanziert deutscher Emittentinnen auf Crowdfunding-Portalen in Österreich, Schweden, der Schweiz, Großbritannien und den USA bis zum 01.04.2018



3.13 Weitere Vertriebskanäle

Schließlich wurde untersucht, ob Schwarmfinanzierungen neben den existierenden Crowdfunding-Portalen andere Vertriebskanäle nutzen. Hierfür wurden die größten 30 Kreditinstitute und andere besonders digitale Finanzinstitute untersucht. Des Weiteren wurde systematisch im Internet nach verschiedenen Kombinationen aus den Wörtern *Crowd*, *Crowdfunding*, *Crowdfunding*, *Crowdlending*, *Bank*, *Kreditinstitut*, *Geldinstitut* und *Volksbank* recherchiert. Wie Tab. 3 zeigt, bieten Kreditinstitute überwiegend Crowdfunding¹ in Form des Schenkungs- und/oder Belohnungsmodells an. Bei dem Schenkungsmodell (*donation-based crowdfunding*) erfolgt eine Spende in gemeinnützige Projekte, Initiativen oder Vereine. Bei dem Belohnungssystem (*reward-based crowdfunding*) erhalten Investierende je nach Investitionshöhe zumeist eine materielle Kompensation (siehe Klöhn & Hornuf, 2012).

Lediglich die Commerzbank, Consorsbank, Fidor Bank, GLS Bank und ING-DiBa vermitteln Crowdfunding-Finanzierungen in Deutschland.² So gründete die Commerzbank im Jahr 2016 für ihre Kundinnen und Kunden die Plattform Main Funders. Die Consorsbank ist eine Partnerschaft mit den Crowdfunding-Portalen Exporo und Seedmatch eingegangen und vermittelt über ihre Internetseite Investierende direkt an die beiden Plattformen. Die Fidor Bank vermittelt Crowdfunding-Finanzierungen für Firmenkunden und kooperiert mit dem Portal LeihDeinerUmweltGeld. Zudem können Investierende seit dem Jahr 2017 bei der GLS Bank auf der eigenen Crowdfunding-Plattform GLS Crowd soziale und ökologische Projekte sowie Unternehmen finanzieren. Des Weiteren erwarb die ING-DiBa AG im Jahr 2018 die Crowdlending-Plattform Lendico.

Bei den insgesamt acht Projekten auf der Plattform GLS Crowd liegt das Investitionsvolumen bei insgesamt 3,4 Mio. EUR. Für Main Funders kann keine Auskunft über Projektanzahl und Investitionsvolumen gegeben werden, da nur Firmenkunden Projekte einsehen können und auf Nachfrage keine Informationen zur Verfügung gestellt wurden.

¹ Bei Crowdfunding sammeln natürliche Personen oder Unternehmen Finanzierungsbeiträge zur Erreichung eines gemeinsamen Ziels. Crowdfunding kann die Form des Schenkungsmodells, des Belohnungsmodells oder des Subskriptionsmodells annehmen (siehe Klöhn & Hornuf, 2012). Beim Crowdfunding erhalten die Beitragenden eine Berechtigung an den unsicheren zukünftigen Zahlungsströmen eines Unternehmens. Dabei werden in der Regel Eigenkapital oder hybride Finanzierungsinstrumente ausgegeben. Beim Crowdlending wird in der Regel Fremdkapital ausgegeben und die Beitragenden erhalten eine vorab definierte feste Verzinsung (siehe Klöhn & Hornuf, 2012).

² Die BNP Paribas arbeitet mit der französischen Crowdfunding-Plattform SmartAngels zusammen.

Tab. 3: Crowdfunding-Vertriebskanäle über Finanzinstitute

Name des Kreditinstituts	Finanzierungsform	Name der Plattform	Eigene Plattform (ja/nein)
BB Bank	Schenkungs- oder Belohnungsmodell	Startnext	Nein
BNP Paribas	Crowdinvesting über Smart-Angels; Schenkungs- oder Belohnungsmodell Ulule	SmartAngels (FR) und Ulule (EU)	Nein
BW Bank	Schenkungs- oder Belohnungsmodell	BW Crowd	Ja
Commerzbank	Crowdinvesting für Firmenkunden	Main Funders	Ja
Consorsbank	Crowdinvesting	Exporo, Seedmatch	Nein
Deutsche Kreditbank AG	Schenkungs- oder Belohnungsmodell	Startnext	Nein
Evangelische Bank	Schenkungsmodell	Zusammen Gutes Tun	Ja
Fidor Bank	Crowdinvesting für Firmenkunden	LeihDeinerUmweltGeld	Nein
GLS Bank	Crowdinvesting	GLS Crowd	Ja
GLS Bank	Schenkungs- oder Belohnungsmodell	Gemeinschaftscrowd	Ja
IB.SH	Schenkungsmodell	Wir Bewegen.SH	Ja
ING-DiBa AG	Crowdinvesting	Lendico	Ja
Investitionsbank Berlin	Schenkungs- oder Belohnungsmodell	Startnext	Nein
L-Bank	Schenkungs- oder Belohnungsmodell	Startnext	Nein
Sparkasse	Schenkungs- oder Belohnungsmodell	99Funken	Ja
Sparkasse	Schenkungsmodell	Einfach.Gut.Machen.	Ja
psd Bank	Schenkungsmodell für Firmenkunden	Mehr durch gemeinsam	Ja
Volksbank Lüneburger Heide eG	Schenkungs- oder Belohnungsmodell	Viele Schaffen Mehr	Ja

4 §§ 2b, 2c VermAnlG: Befreiungen für soziale Projekte sowie für gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften

4.1 Zielsetzung

Ziel dieser Untersuchung ist die Aktualisierung und Erweiterung der Studie von 2016 zu den Praxiserfahrungen mit den am 3. Juli 2015 eingeführten Befreiungsvorschriften des KASG. Während die vorangegangene Studie aus dem Jahr 2016 lediglich den Zeitraum bis zum 1. Juni 2016 abdeckte, werden in der aktuell vorliegenden Studie auch die jüngsten Erfahrungen mit den Befreiungsvorschriften seit dem 1. Juni 2016 berücksichtigt. In diesem Abschnitt werden insbesondere die Anwendung und Auswirkungen der Befreiungen für soziale Projekte (§ 2b VermAnlG) sowie für gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften (§ 2c VermAnlG) adressiert.

4.2 Methodische Herangehensweise

Die Vorgehensweisen zur Ermittlung der Emittentinnen unterscheiden sich stark zwischen § 2a VermAnlG und §§ 2b, 2c VermAnlG. Die von § 2a VermAnlG betroffenen Emittentinnen, die Vermögensanlagen über Plattformen nutzen, sind in der Crowdfunding-Datenbank erfasst. Im Gegensatz dazu gibt es für die potentiell von §§ 2b und 2c VermAnlG betroffenen Emittentinnen keine derartige Datengrundlage und damit konnte für die Befragung nicht auf eine Grundgesamtheit zurückgegriffen werden. Vielmehr wurde versucht, durch umfangreiche Recherchen die Grundgesamtheit zu erschließen. Dazu wurden Expertinnen und Experten befragt, in welchen Bereichen potentiell soziale oder gemeinnützige Projekte durchgeführt werden bzw. wer als Religionsgemeinschaft von dem Gesetz berührt sein könnte. Außerdem wurden umfangreiche Internet-Recherchen durchgeführt, um herauszufinden, wer potentiell von den Befreiungsvorschriften in § 2b und § 2c VermAnlG betroffen sein könnte.

Die potentiellen Emittentinnen wurden kontaktiert und mithilfe eines Fragebogens zu den von ihnen durchgeführten Projekten und ausgegebenen Vermögensanlagen befragt. Der Fokus dieser Analyse liegt somit nicht ausschließlich auf Emittentinnen, die die relevanten Befreiungsvorschriften erfüllen; betrachtet werden vielmehr alle Emittentinnen, die potentiell unter die Befreiungsvorschriften für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften fallen könnten.

Tab. 4: Anzahl der kontaktierten Emittentinnen zu § 2b und § 2c VermAnlG

	1. Befragung (2016)	2. Befragung (2018)	Gesamt
§ 2b	344	435	779
Energieprojekte	121	130	251
Wohnprojekte	93	60	153
Dorfläden	36	105	141
Lebens- und Arbeitsgemeinschaften (insbesondere Solidarische Land- wirtschaften)	65	136	201
Sonstige (z.B. Freizeitvereine, Inte- ressensgemeinschaften)	29	4	33
§ 2c	163	673	836
Kirchen und Religionsgemeinschaf- ten	5	98	103
Freie Schulen (z.B. Waldorfschulen, Montessorischulen etc.)	37	299	336
Stiftungen	53	101	154
Sonstige (z.B. Pflegeeinrichtungen, Hilfswerke, Sportvereine, Förderver- eine)	68	175	243
Gesamt	507	1.108	1.615

Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Auswertung der Autoren.

Tab. 4 gibt einen Überblick über relevante Bereiche und die Anzahl der Emittentinnen, die in der ersten Befragungswelle in 2016 bzw. in der zweiten Befragungswelle in 2018 in den einzelnen Bereichen kontaktiert wurden. Bei den Projekten, die unter die Befreiungsvorschriften des § 2b VermAnlG fallen könnten, lassen sich folgende Bereiche unterscheiden: (i) Energieprojekte, (ii) Wohnprojekte, (iii) Dorfläden, (iv) Lebens- und Arbeitsgemeinschaften (insbesondere Solidarische Landwirtschaften) und (v) Sonstige (z.B. Freizeitvereine oder Interessensgemeinschaften). Die Projekte, die unter die Befreiungsvorschriften des § 2c VermAnlG fallen könnten, werden unterteilt in: (i) Kirchen und Religionsgemeinschaften, (ii) Freie Schulen (Waldorfschulen, Montessorischulen, etc.) (iii) Stiftungen und (iv) Sonstige (z.B. Pflegeeinrichtungen, Hilfswerke, Sportvereine und Fördervereine).

Für die aktuelle Befragung wurde auf die Liste der 507 im Jahr 2016 kontaktierten Emittentinnen zurückgegriffen. Außerdem wurden weitere Emittentinnen recherchiert. Schließlich wurden für einige Gruppen die Emittentinnen direkt kontaktiert und nicht mehr über Vereinigungen oder Verbände angesprochen. So konnten für die Studie 2018 insgesamt 1.108 Emittentinnen ermittelt werden. Im Bereich der sozialen Projekte stieg die Anzahl der kontaktierten Emittentinnen von 344 auf 435, bei den gemeinnützigen Projekten und Religionsgemeinschaften von 163 auf

673. Emittentinnen, die bereits 2016 kontaktiert wurden und sich damals dazu bereit erklärten, an der Befragung teilzunehmen (insgesamt 45), wurden 2018 telefonisch gebeten, erneut an der Umfrage teilzunehmen. Die Kontaktaufnahme mit den restlichen Emittentinnen erfolgte auf schriftlicher Basis per E-Mail. Für die Zielgruppe der Waldorf-Bildungseinrichtungen wurde unsere Anfrage in den internen Newsletter des Verbandes aufgenommen, der an alle Waldorf-Einrichtungen verschickt wurde. Der Fragebogen sowie ein Begleitschreiben mit weiteren Informationen zur Untersuchung (siehe Anhang) wurden in digitaler Form versandt. Nach etwa zwei Monaten wurden jene Emittentinnen, die bis dahin noch nicht geantwortet hatten, nochmals schriftlich und wenn möglich telefonisch kontaktiert.

Da durch Anfragen über soziale Medien (z.B. Facebook) in der letzten Studie keine Resonanz hervorgerufen werden konnte, wurde dieser Kanal dieses Mal nicht genutzt.

4.3 Datenerhebung und Datensatz

Die Charakterisierung der relevanten Organisationen erfolgt über den Fragebogen, der sowohl qualitative als auch quantitative Elemente enthält. Der Fragebogen unterteilt sich in vier Abschnitte:

1. Angaben zur Organisation
2. Angaben zum finanzierten Projekt
3. Angaben zur Vermögensanlage
4. Allgemeine Fragen zur Finanzierung („Perzeptionsfragen“)

Durch diese Struktur ermöglicht der Fragebogen eine Charakterisierung der ausgebenden Organisation, des Projektes und der Vermögensanlage, die zur Finanzierung dieses Projektes aufgelegt wurde. Die ersten drei Abschnitte beinhalten qualitative Fragen (z.B. „Welches Finanzierungsinstrument wurde gewählt?“) sowie quantitative Fragen (z.B. „Wie hoch war der Gesamtverkaufspreis aller Anteile der Vermögensanlage zur Finanzierung des Projekts?“).

Der vierte und letzte Teil des Fragebogens besteht aus sogenannten Perzeptionsfragen, bei denen die Befragungsteilnehmerinnen verschiedene Aussagen auf einer Skala von 1 (Stimme gar nicht zu) bis 5 (Stimme voll zu) bewerten sollen. Diese Perzeptionsfragen ermöglichen es, eine genauere Charakterisierung der Beweggründe für die Ausgabe des gewählten Finanzierungsinstruments vorzunehmen. Mögliche Beweggründe für die Wahl einer bestimmten Finanzierungsform können sein: (i) Bedeutung der Bankfinanzierung und Kreditzugang, (ii) Publizitätsanforderungen, (iii) Mitspracherechte der Investoren oder (iv) Steuerliche Gründe. Die Antworten auf einige dieser Perzeptionsfragen geben außerdem Aufschluss darüber, wie zufrieden die einzelnen Emittentinnen im Rückblick mit der gewählten Finanzierungsform waren (z.B. „Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal“ oder „Das gewählte Finanzierungsinstrument war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument“).

Im Vergleich zur ersten Studie wurde der Fragebogen an ausgewählten Stellen ergänzt. Im dritten Teil des Fragebogens („Angaben zur Vermögensanlage“) wurden drei Fragen hinzugefügt:

1. In wie vielen Finanzierungsrunden wurde das Projekt finanziert?¹
2. Wie hoch war der Gesamtverkaufspreis aller Anteile der Vermögensanlage in der zuletzt durchgeführten Finanzierungsrunde?
3. Haben Sie sich im Vorfeld über die gesetzlichen Regelungen über Ausgabe von Vermögensanlagen professionell beraten lassen (z.B. durch einen Anwalt/eine Anwältin)?²

Von den im Zeitraum von Mitte Juni 2018 bis Ende August 2018 versandten 1.108 Fragebögen wurden bis zum 17. September 2018 insgesamt 30 ausgefüllt zurückgeschickt. Davon stammten 22 ausgefüllte Fragebögen von sozialen und acht von gemeinnützigen Projekten. Daraus ergibt sich eine Rücklaufquote von 3%. Wie schon in der letzten Studie liegen wesentlich mehr Antworten aus dem Bereich sozialer Projekte vor als aus dem Bereich gemeinnütziger Projekte und Religionsgemeinschaften. Obwohl im Vergleich zur letzten Studie deutlich mehr Religionsgemeinschaften kontaktiert wurden, hat sich keine dieser Institutionen dazu bereit erklärt, an der Befragung teilzunehmen. Aus Gründen der Lesbarkeit und Übersichtlichkeit ist im weiteren Verlauf des Berichtes von gemeinnützigen Projekten die Rede, wenn es um Befreiungen nach § 2c VermAnlG geht.

Insgesamt war die Bereitschaft an der Befragung teilzunehmen geringer als bei der ersten Studie, in der noch eine Rücklaufquote von 9% erzielt werden konnte. Dafür kann es mehrere Gründe geben. Einige der potentiellen Emittentinnen haben in E-Mails kein Interesse oder keine Kapazität als Grund angeführt, nicht an der Befragung teilzunehmen.

In der vorliegenden Analyse werden sowohl die Rückmeldungen aus der ersten Befragungswelle in 2016 als auch jene aus der zweiten Befragungswelle in 2018 berücksichtigt: Addiert man die 45 Beobachtungen aus der ersten Befragung zu den 30 Beobachtungen aus der zweiten Befragung, ergibt sich eine Stichprobe von insgesamt 75 Beobachtungen. Zu beachten ist, dass insgesamt fünf Emittentinnen an beiden Befragungswellen teilgenommen haben. Da diese Emittentinnen in der Zwischenzeit keine neuen Projekte begonnen haben bzw. keine neuen Vermögensanlagen emittiert haben, berichten sie zweimal über dasselbe Projektvorhaben und die dazugehörige Finanzierung. Um Doppelzählungen zu vermeiden, wurden bei diesen fünf Emittentinnen nur die Rückmeldungen aus der zweiten Befragungsrunde berücksichtigt. Die in der zweiten Runde zur Verfügung gestellten Informationen waren in der Regel ohnehin ausführlicher und genauer als in der ersten Befragungsrunde. Dadurch reduziert sich die Stichprobe von ursprünglich 75 Beobachtungen auf 70 Beobachtungen. Zu beachten ist außerdem, dass zwei von den 30 Organisa-

¹ 71% der Emittentinnen gaben an, dass das Projekt in einer einzigen Finanzierungsrunde finanziert wurde. Bei 18% wurde keine Angabe gemacht.

² Rund zwei Drittel der befragten Emittentinnen gab an, dass sie sich professionell beraten haben lassen.

tionen, die an der jüngsten Befragung in 2018 teilgenommen haben, zwar Angaben über ihre Organisation machen, aber keine Vermögensanlage ausgegeben haben. Folglich sinkt die Stichprobe in Hinblick auf die durchgeführten Projekte weiter von 70 auf 68 Beobachtungen. Wie Tab. 5 zeigt, stammen 50 der insgesamt 68 Projekte aus dem sozialen Bereich und 18 aus dem gemeinnützigen Bereich.

Tab. 5: Anzahl der erhobenen Projekte vor und nach Inkrafttreten des KASG

	Projektbeginn vor Inkrafttreten KASG	Projektbeginn nach Inkrafttreten KASG	Gesamt
§ 2b	40	10	50
Energieprojekte	13	5	18
Wohnprojekte	8	3	11
Dorfläden	13	1	14
Lebens- und Arbeitsgemeinschaf- ten (insbesondere Solidarische Landwirtschaften)	5	1	6
Sonstige (z.B. Freizeitvereine, Inte- ressengemeinschaften)	1	0	1
§ 2c	16	2	18
Kirchen und Religionsgemeinschaf- ten	0	0	0
Freie Schulen (z.B. Waldorfschulen, Montessorischulen etc.)	9	0	9
Stiftungen	4	1	5
Sonstige (z.B. Pflegeeinrichtungen, Hilfswerke, Sportvereine, Förder- vereine)	3	1	4
Gesamt	56	12	68

Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Auswertung der Autoren.

Tab. 5 gibt außerdem Aufschluss darüber, wie viele der insgesamt 68 erfassten Projekte vor bzw. nach Inkrafttreten des KASG durchgeführt wurden. Von den 50 erfassten Projekten im sozialen Bereich stammen 40 aus der Zeit vor Einführung des KASG und zehn aus der Zeit danach. Von den 18 erfassten Projekten im gemeinnützigen Bereich stammen 16 aus der Zeit vor Einführung des KASG und nur zwei gemeinnützige Projekte wurden nach Inkrafttreten des Gesetzes finanziert. Aufgrund der geringen Zahl an Beobachtungen – insbesondere nach Einführung des KASG – ist kein aussagekräftiger Vergleich für die Zeit vor und nach der Gesetzesänderung möglich. Die nachfolgenden Abbildungen stellen die Angaben für den gesamten Zeitraum sowie für die Zeit vor und nach Einführung des KASG dar, es wird aber grundsätzlich darauf verzichtet, die Unterschiede über die Zeit herauszuarbeiten.

Die Befragung fand selbstverständlich auf freiwilliger Basis statt. Aus der Freiwilligkeit der Teilnahme können jedoch Selektionsprobleme entstehen: Ob eine Emittentin bereit ist, den Fragebogen auszufüllen, ist nicht zufällig. Vielmehr kann es Gründe geben, die mit der Finanzierung des Projekts bzw. der Ausgabe der Vermögensanlage im Zusammenhang stehen, die die Bereitschaft zur Teilnahme an der Befragung beeinflussen. So ist es vorstellbar, dass Emittentinnen, die bei der Rückzahlung der Vermögensanlage in Schwierigkeiten geraten sind, nicht an der Befragung teilnehmen. Außerdem sind bei den sozialen Projekten der Kategorie „Dorfläden“ fünf von elf Fragebögen durch eine Vereinigung beantwortet worden. Diese Vorbehalte sollte man bei der Bewertung der Aussagen berücksichtigen, insbesondere weil die Stichprobe mit 68 Beobachtungen klein ist. Auch wenn der erhobene Datensatz nicht als repräsentativ angesehen werden kann, ermittelt die Studie doch die Finanzierungsmuster von sozialen und gemeinnützigen Projekten und gibt dadurch wichtige Hinweise auf deren Finanzierungsverhalten. Außerdem ist zu beachten, dass nicht alle Fragebögen vollständig ausgefüllt wurden. Deshalb variiert die Zahl der Beobachtungen zwischen den einzelnen Fragestellungen.

4.4 Anzahl der Projekte mit bzw. ohne Prospekt

Abb. 42 zeigt, wie häufig die befragten Emittentinnen im sozialen Bereich bei der Ausgabe einer Vermögensanlage einen Prospekt veröffentlicht haben. Im sozialen Bereich gaben zwei Befragungsteilnehmerinnen an, einen Prospekt für die Vermögensanlage aufgelegt zu haben. Drei der Befragten ließen die Frage unbeantwortet und die restlichen 45 gaben an, keinen Prospekt veröffentlicht zu haben. Auch im gemeinnützigen Bereich werden kaum Emissionen mit Prospekt getätigt: Lediglich bei einem der 18 erfassten Projekte wurde ein Prospekt veröffentlicht (siehe Abb. 43). Sowohl im sozialen als auch im gemeinnützigen Bereich wurden die Emissionen mit Prospekt deutlich vor Einführung des KASG getätigt.

Abb. 42: Anzahl der sozialen Projekte mit und ohne Prospekt (N = 47)

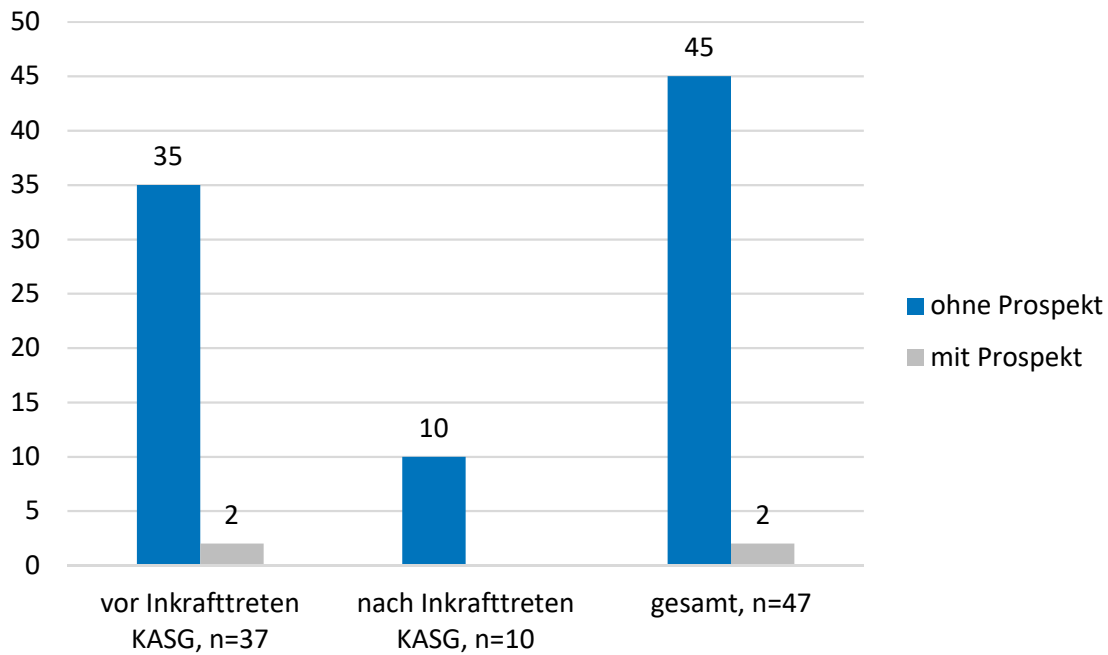
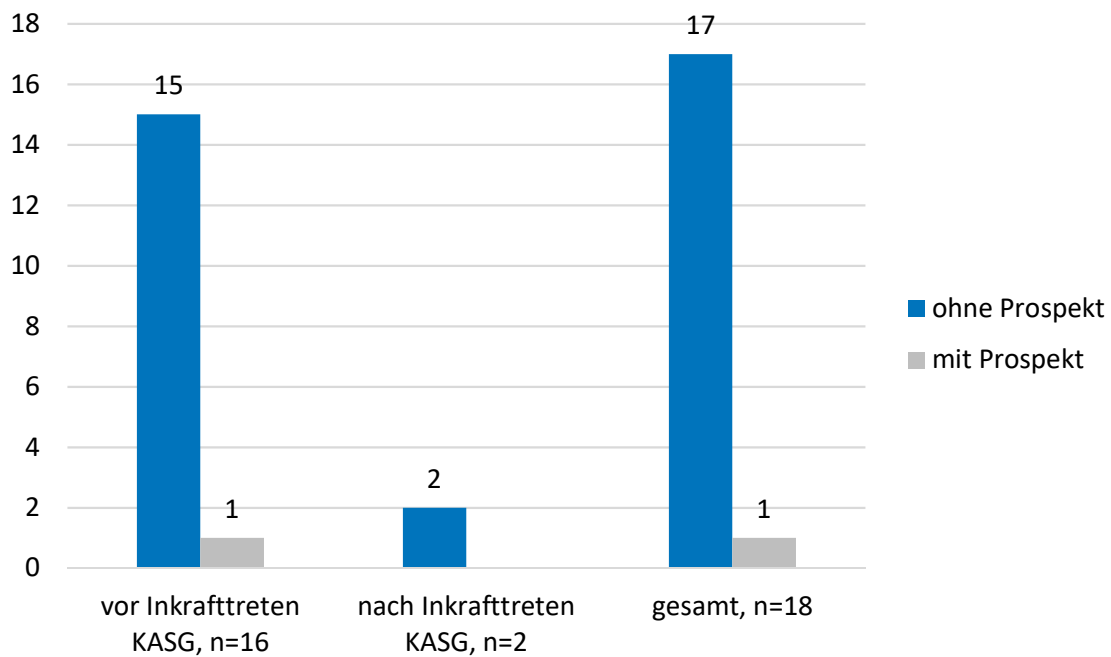


Abb. 43: Anzahl der gemeinnützigen Projekte mit und ohne Prospekt (N = 18)



4.5 Planmäßiger Verlauf der Rückzahlung

Von den befragten Emittentinnen gab keine an, dass die Rückzahlung der Vermögensanlage bis zum Zeitpunkt der Befragung unregelmäßig verlaufen wäre. Jedoch erklärten sieben Emittentinnen, dass keine Rückzahlung geplant sei und zwei Emittentinnen erklärten, dass die Finanzierung gerade erst abgeschlossen wurde und folglich noch keine Rückzahlung fällig war. Gleichzeitig ließen sechs Emittentinnen diese Frage unbeantwortet. Damit erklärten 53 der 68 befragten Emittentinnen, dass die Rückzahlung der Vermögensanlage bisher planmäßig verlaufe.

Jedoch sollte insbesondere im Hinblick auf diese Frage der Selbstselektionseffekt der beteiligten Organisationen beachtet werden. Da die Teilnahme an der Studie freiwillig war, ist es denkbar, dass sich nur Emittentinnen an der Befragung beteiligt haben, die die Ausgabe ihrer Vermögensanlage insgesamt als positiv bzw. erfolgreich bewerten. Für Emittentinnen mit einer unplanmäßigen Rückzahlung bzw. einem Gesamtausfall der Rückzahlung der Vermögensanlage bestehen wenige Anreize, sich an der Untersuchung zu beteiligen, da sie auf diese Weise ihre finanziellen Schwierigkeiten offenbaren würden und die Arbeitsbelastung und damit die Opportunitätskosten für die Teilnahme an der Befragung in finanziell schwierigen Zeiten viel höher sind als in erfolgreichen Zeiten.

4.6 Verkaufspreise der Vermögensanlage

Die beiden folgenden Abbildungen zeigen für verschiedene Größenklassen die Zahl der ausgegebenen Vermögensanlagen. Als Referenzwert gilt der im Fragebogen abgefragte Gesamtverkaufspreis der Vermögensanlage. Wurde dieser Wert im Fragebogen nicht explizit angegeben, wurde er in einem ersten Schritt durch Multiplikation der Gesamtinvestitionssumme mit dem Anteil der Gesamtinvestitionssumme, der über die Vermögensanlage finanziert wurde, approximiert. Wurden auch diese Informationen nicht bekannt gegeben, wurde der Wert in einem zweiten Schritt durch Multiplikation der durchschnittlichen Beteiligung mit der Anzahl der Investoren approximiert.¹

Aus Abb. 44 geht hervor, dass im Bereich sozialer Projekte überwiegend Vermögensanlagen mit einem Verkaufspreis bis 1 Mio. EUR emittiert wurden: Von den 50 erfassten Emissionen fallen insgesamt zwei Drittel in diese Kategorie. Dabei beträgt der Verkaufspreis bei 14 Emissionen unter 50.000 EUR, bei fünf zwischen 50.000 und 100.000 EUR, bei neun zwischen 100.000 und 250.000 EUR, bei drei zwischen 250.000 und 500.000 EUR und bei sechs zwischen 500.000 und 1 Mio. EUR. Fünf Vermögensanlagen weisen einen Verkaufspreis zwischen 1 Mio. und 2,5 Mio. EUR auf und vier weitere weisen einen Verkaufspreis zwischen 2,5 Mio. und 5 Mio. EUR auf. Bei zwei Vermögensanlagen wird die Grenze von 5 Mio. EUR überschritten. Im Vergleich zur Studie 2016 liegen

¹ Die Größenklassen wurden im Vergleich zur letzten Studie neu definiert.

mehr Beobachtungen für niedrigere Verkaufspreise vor, so dass der durchschnittliche Verkaufspreis gesunken ist.

Abb. 44: Anzahl der sozialen Projekte unterteilt nach Verkaufspreis der Vermögensanlage (N = 50)

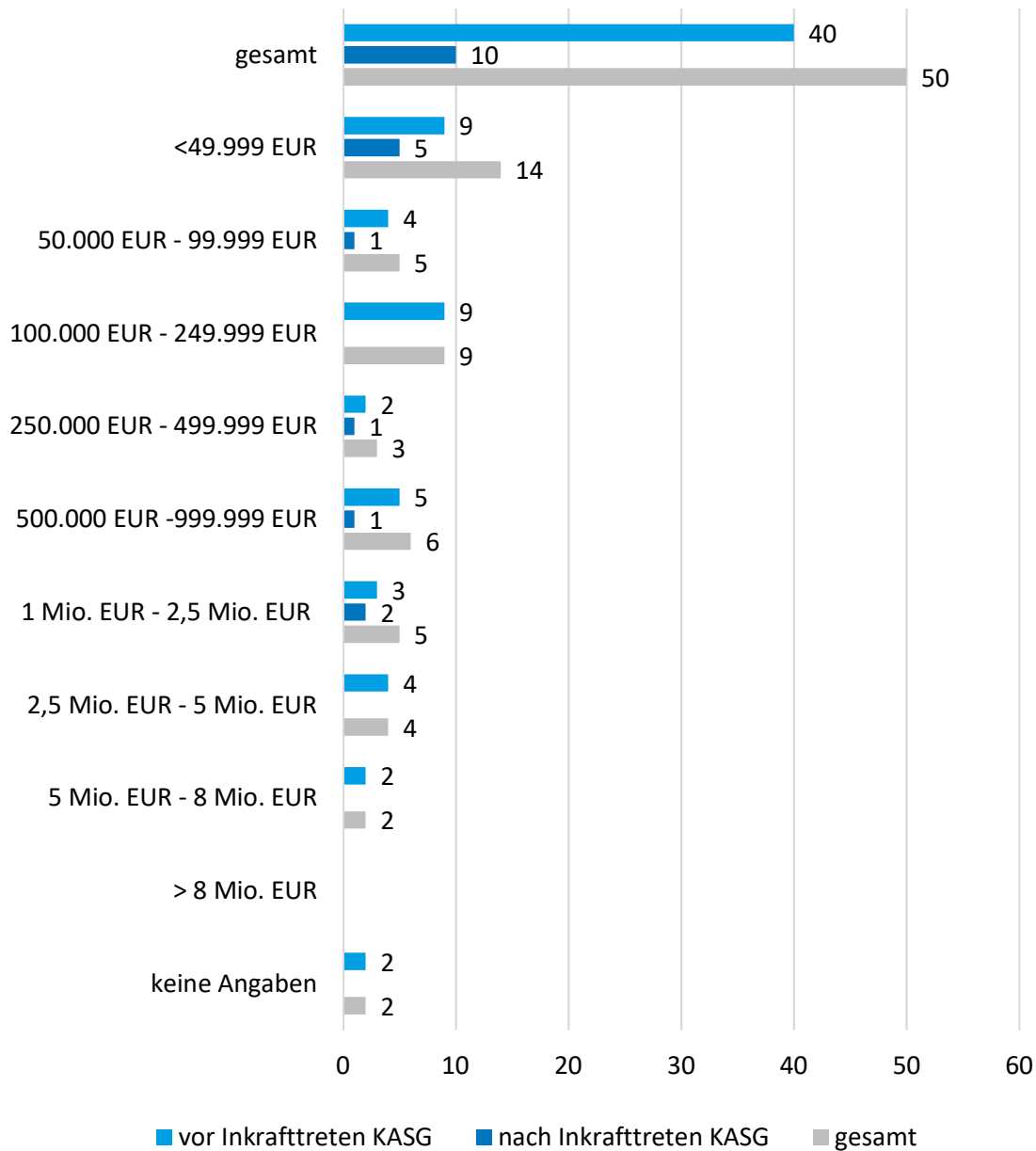
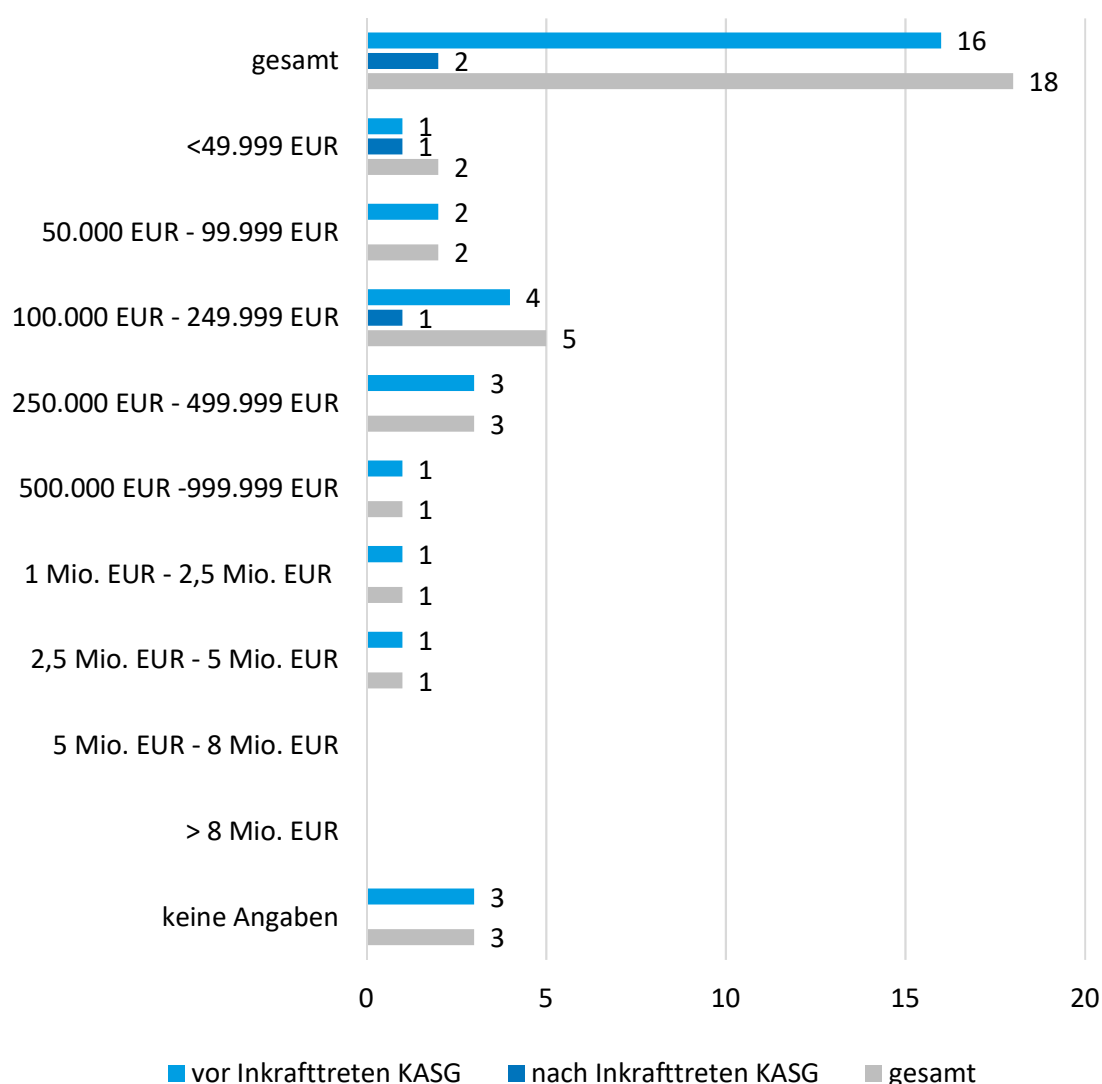


Abbildung Abb. 45 beschreibt die Verkaufserlöse für Vermögensanlagen im gemeinnützigen Bereich. Auch hier wird bei der Mehrheit der Vermögensanlagen ein Verkaufspreis von maximal 1 Mio. EUR erzielt. Bei der Hälfte der Vermögensanlagen wurde ein Verkaufspreis bis zu 250.000 EUR Erlöst. Fast ein Viertel der Vermögensanlagen erzielte einen Verkaufserlös zwischen 250.000 und 1 Mio. EUR. Lediglich zwei Vermögensanlagen weisen einen Verkaufspreis von mehr als 1 Mio. EUR auf, wobei für eine Vermögensanlage zwischen 1 Mio. und 2,5 Mio. EUR Erlöst wurde

und für die andere zwischen 2,5 Mio. und 5 Mio. EUR. Diese beiden Beobachtungen stammen aus der aktuellen Befragung. Aus diesem Grund liegt der Durchschnitt der Verkaufspreise für gemeinnützige Projekte in dieser Studie über dem Wert in der Studie von 2016.

Aufgrund der kleinen Stichprobe können keine abschließenden Schlüsse gezogen werden. Die hier präsentierten Ergebnisse legen jedoch nahe, dass der Verkaufspreis von Vermögensanlagen – vor allem im gemeinnützigen Bereich – nur selten die Grenze von 2,5 Mio. EUR überschreitet.

Abb. 45: Anzahl der gemeinnützigen Projekte unterteilt nach Verkaufspreis der Vermögensanlage (N = 18)



4.7 Vereinbarte Sollzinssätze

In den folgenden beiden Abbildungen sind die Zinssätze für soziale und gemeinnützige Projekte im Zeitverlauf dargestellt. Dabei konzentrieren sich die Darstellungen auf Nachrangdarlehen und partiarische Darlehen. Weitere Finanzierungsinstrumente wie Darlehen gegen Bankbürgschaften oder unverzinsliche Darlehen wurden hier nicht aufgeführt, da diese nicht als Vermögensanlage nach § 1 Abs. 2 VermAnlG zu werten sind und damit nicht unter den Anwendungsbereich des KASG fallen.

Tab. 6: Sollzinssätze für soziale Projekte

Ausgabejahr	Finanzierungsinstrument	Sollzinssatz
Vor Inkrafttreten KASG		
2007	Nachrangdarlehen	4,3%
2008	Partiarisches Darlehen mit Nachrang	2%
2010	Nachrangdarlehen	2,5%
2010	Nachrangdarlehen	2,5%-4,5%
2010	Nachrangdarlehen	2%-3,5%
2010	Partiarisches Darlehen mit Nachrang	1%
2011	Nachrangdarlehen	3%
2012	Nachrangdarlehen	0,1%-2%
2012	Partiarisches Darlehen mit Nachrang	4%
2012	Nachrangdarlehen	3%
2013	Nachrangdarlehen	2,5%
2014	Nachrangdarlehen	1%-2,25 %
2014	Partiarisches Darlehen mit Nachrang	3,8%
2015	Nachrangdarlehen	2%
2015	Nachrangdarlehen	1%-3,1%
2015	Nachrangdarlehen	3%
Nach Inkrafttreten KASG		
2016	Nachrangdarlehen	1%-2,25 %
2016	Nachrangdarlehen	1% (Minimum)
2016	Nachrangdarlehen	2%
2017	Nachrangdarlehen	0%-1,5%
2017	Nachrangdarlehen	0%
2017	Nachrangdarlehen	0%

Anmerkung: Angaben der Sollzinssätze aus den Fragebögen übernommen.

Bei den in Tabelle Tab. 6 dargestellten Emittentinnen im sozialen Bereich liegen Informationen über die Zinssätze für 18 Nachrangdarlehen und vier partiarische Darlehen mit Nachrang vor. Vielfach wurde eine Spanne von Zinssätzen genannt; es konnte jedoch nicht geklärt werden, weshalb Zinsspannen angegeben wurden und ob sich die Zinssätze auf verschiedene Vermögensanlagen bezogen. Vor Inkrafttreten des KASG wurde im sozialen Bereich bei allen Nachrangdarlehen und partiarischen Darlehen ein Zinssatz vereinbart. Nach Inkrafttreten des KASG wurde bei zwei Nachrangdarlehen kein Zinssatz vereinbart. Aufgrund der Niedrigzinsphase darf der Zinssatz nicht über 1,5% liegen, damit eine Vermögensanlage unter die Befreiungsvorschrift des § 2b VermAnlG fällt. Dieses Kriterium wird nicht von allen Nachrangdarlehen erfüllt, die in den Jahren 2016 und 2017 emittiert wurden.

Von den gemeinnützigen Emittentinnen wurden zehn Nachrangdarlehen ausgegeben. Wie aus Tabelle Tab. 7 ersichtlich ist, wurde bei der Hälfte dieser Darlehen keine Verzinsung vereinbart.

Tab. 7: Sollzinssätze für gemeinnützige Projekte

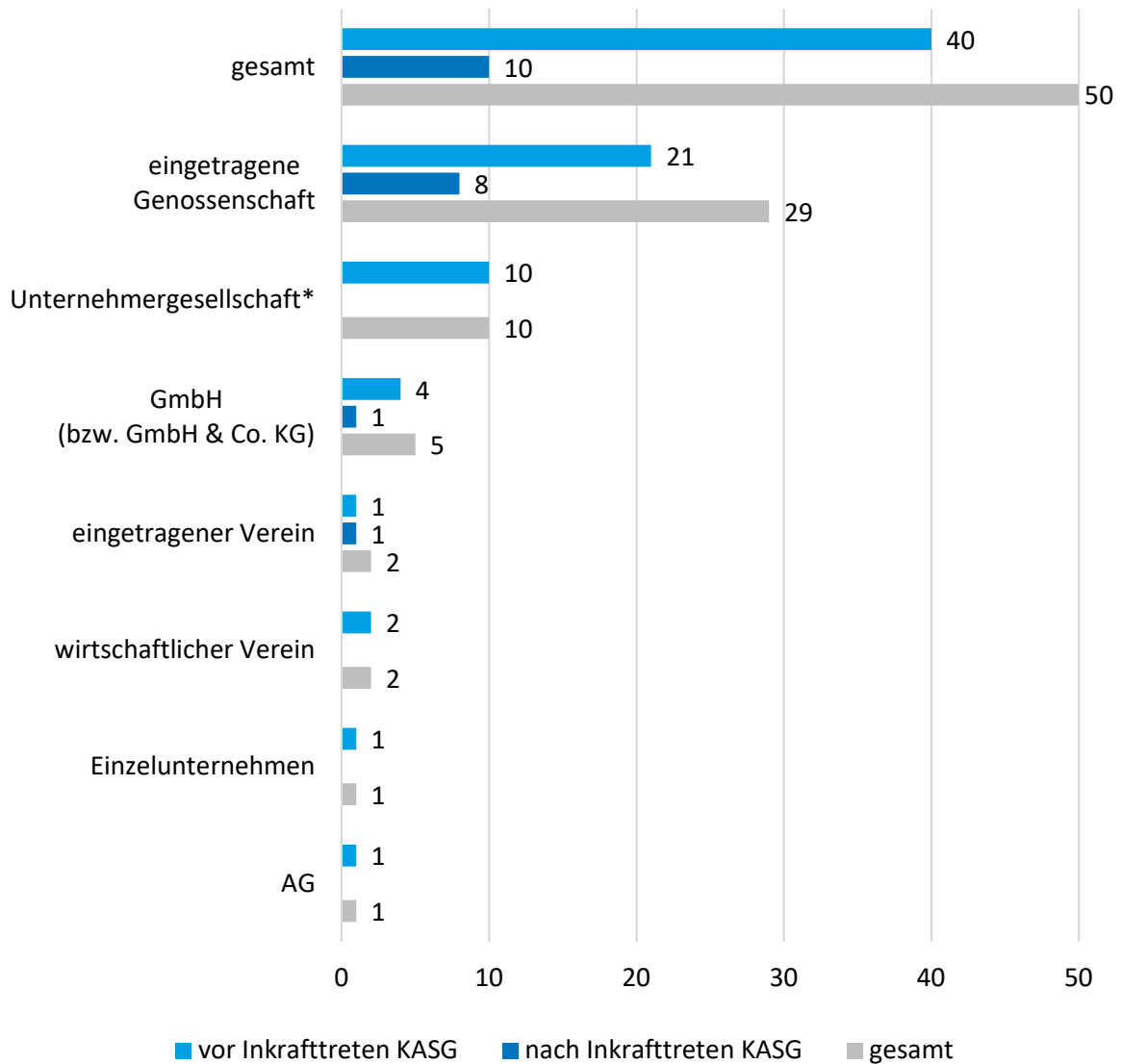
Ausgabejahr	Finanzierungsinstrument	Sollzinssatz
Vor Inkrafttreten KASG		
1975	Nachrangdarlehen	0%
1991	Nachrangdarlehen	4%
1993	Nachrangdarlehen	0%
2003	Nachrangdarlehen	variabel
2010	Nachrangdarlehen	0%-4%
2011	Nachrangdarlehen	1%-3%
2012	Nachrangdarlehen	0%
2012	Nachrangdarlehen	2,4%
2013	Nachrangdarlehen	0%
Nach Inkrafttreten KASG		
2016	Nachrangdarlehen	0%

Anmerkung: Angaben der Sollzinssätze aus den Fragebögen übernommen.

4.8 Organisationsform der Emittentinnen

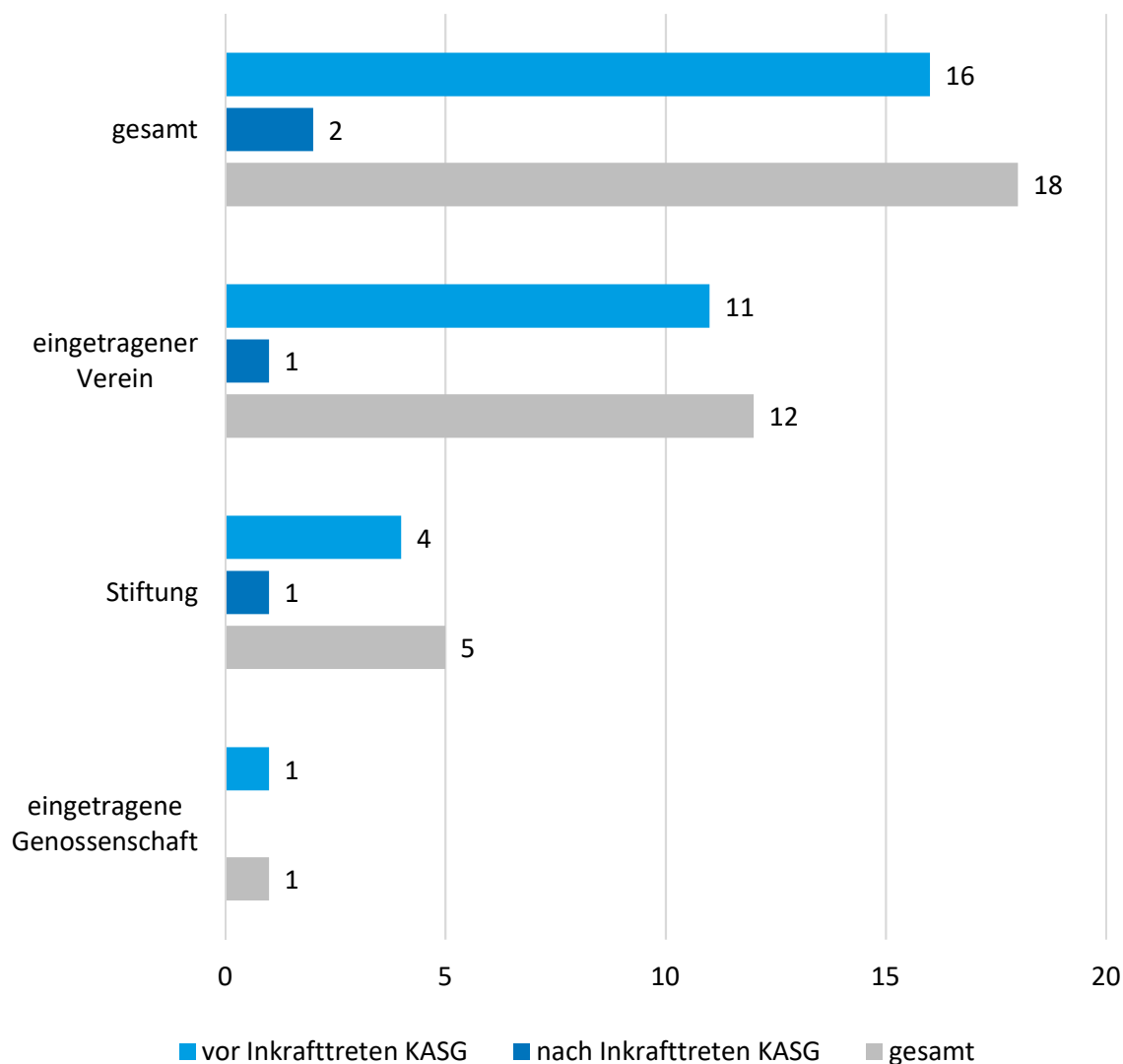
Projekte, die sich als sozial klassifizierten, organisieren sich hauptsächlich als Genossenschaft (siehe Abb. 46). Hingegen favorisieren Projektgesellschaften, die als gemeinnützig anerkannt sind, die Rechtsform eines eingetragenen Vereins oder einer Stiftung (siehe Abb. 47). Für gemeinnützige Projekte bieten die Rechtsform einer Stiftung und eines eingetragenen Vereins wesentlich bessere Möglichkeiten ihre Ziele umzusetzen. Es liegt allerdings auch eine Antwort einer gemeinnützigen Genossenschaft vor.

Abb. 46: Organisationsformen der Emittentinnen mit sozialen Projekten (N = 50)



* 6 der 10 Emittentinnen geben im Fragebogen „UG (haftungsbeschränkt)“ als Rechtsform an.

Abb. 47: Organisationsformen der Emittentinnen mit gemeinnützigen Projekten (N = 18)



4.9 Erfüllung der Befreiungstatbestände

§ 2b Abs. 2 VermAnlG und § 2c Abs. 2 VermAnlG stellen bestimmte Anforderungen, die die Emittentinnen erfüllen müssen, wenn sie die Befreiung für soziale bzw. gemeinnützige Projekte für ihre Vermögensanlage nutzen möchten (siehe Abschnitt 1). Von den insgesamt 50 sozialen Projekten fallen 45 Projekte unter die in § 2b Abs. 2 VermAnlG definierten Größenordnungen hinsichtlich Bilanzsumme und Umsatz (wobei bei Emittentinnen, die nur eine der beiden Größen angegeben haben, auf die Größenordnung der fehlenden Position geschlossen wurde). Insgesamt fünf Emittentinnen sind so groß, dass die von ihnen ausgegebenen Vermögensanlagen nicht unter die Befreiungsvorschriften des § 2b Abs. 2 VermAnlG fallen würden. Gemeinnützige Projekte wurden als solche klassifiziert, wenn im Fragebogen angegeben wurde, dass sie nach

§ 52 Abs. 2 S. 1 AO gemeinnützig sind. Damit würden alle 18 gemeinnützigen Emittentinnen die Voraussetzungen des § 2c Abs. 2 VermAnlG erfüllen.

Ob die Befreiungen nach §§ 2b, 2c VermAnlG tatsächlich genutzt werden können, hängt von der Ausgestaltung der Vermögensanlage ab. Für 48 der insgesamt 50 sozialen Projekte sowie für alle 18 gemeinnützigen Projekte stehen ausreichend Informationen zur Verfügung, um die Anwendbarkeit der Ausnahmen und der Befreiungstatbestände zu beurteilen.

Von den insgesamt 48 sozialen Projekten wurden 38 vor Einführung des KASG durchgeführt; bei den restlichen zehn Projekten wurde nach Einführung des KASG mit der Projektrealisierung begonnen. Bei den Projekten, die vor Einführung des KASG durchgeführt wurden, wären insgesamt fünf unter die Anwendung des VermAnlG gefallen, wenn zum Zeitpunkt der Emission das KASG bereits in Kraft gewesen wäre. Bei den Projekten, die nach Einführung des KASG durchgeführt wurden, würde hingegen kein einziges unter die Anwendung des VermAnlG fallen. Für diese Projekte würden Ausnahme- bzw. Befreiungsregelungen zum Tragen kommen. Tabelle Tab. 8 gibt einen Überblick über die genutzten Ausnahmen und Befreiungen in Hinblick auf soziale Projekte.

Es gibt ein soziales Projekt, das nach Einführung des KASG durchgeführt wurde und alle Voraussetzungen des Befreiungstatbestandes nach § 2b VermAnlG erfüllt. Außerdem gibt es ein Projekt, das vor Einführung des KASG durchgeführt wurde und die meisten Voraussetzungen des Befreiungstatbestandes nach § 2b VermAnlG erfüllt. Allerdings kann für dieses konkrete Projekt nicht abschließend beurteilt werden, ob § 2b Abs. 3 VermAnlG hinsichtlich des Sollzinssatzes erfüllt wäre. Das liegt daran, dass für die Zinsen eine Spanne angegeben ist und zudem unterschiedliche Laufzeiten möglich waren.

Die anderen Projekte werden von den §§ 5 – 26 VermAnlG befreit, weil sie von den in § 2 VermAnlG genannten Ausnahmetatbeständen Gebrauch machen können. Da viele Emittentinnen in der Rechtsform einer Genossenschaft geführt werden, können sie die Ausnahmen in § 2 Abs. 1 Nr. 1 VermAnlG und § 2 Abs. 1 Nr. 1a VermAnlG nutzen. Außerdem liegt die Zahl der Investierenden bzw. der Verkaufserlös häufig im Bereich der Ausnahmeregelungen von § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a VermAnlG und § 2 Abs. 1 Nr. 3 b lit VermAnlG.

Tab. 8: Erfüllung der Ausnahme- und Befreiungstatbestände bei sozialen Projekten

	Vor Inkrafttreten KASG	Nach Inkrafttreten KASG	Gesamt
Anzahl Projekte	38	10	48
Anwendung des VermAnlG¹			
Ja	5 (+1)	0	5 (+1)
Nein	33 (-1)	10	43 (-1)
Gründe für Nichtanwendung des VermAnlG²			
Keine Vermögensanlage	2	0	2
§ 2 Abs. 1 Nr. 1	11	6	17
§ 2 Abs. 1 Nr. 1a	11	5	16
§ 2 Abs. 1 Nr. 3a	9	2	11
§ 2 Abs. 1 Nr. 3b	10	5	15
§ 2b	1 (-1)	1	2 (-1)

¹: +1/-1: Es gibt ein soziales Projekt, das unter die Befreiung von § 2b VermAnlG fallen könnte, falls der Sollzins niedrig genug ist. Im Fragebogen wurde für dieses Projekt eine Spanne von Zinssätzen angegeben.

²: Ein Projekt kann unter mehrere Ausnahmetatbestände fallen.

Von den insgesamt 18 gemeinnützigen Projekten wurden 16 vor Einführung des KASG durchgeführt; bei den restlichen zwei Projekten wurde nach Einführung des KASG mit der Projektrealisierung begonnen. Bei drei der 16 gemeinnützigen Projekte, die vor Einführung des KASG durchgeführt wurden, ist unklar, ob die Pflichten des VermAnlG zur Anwendung gekommen wären. Die restlichen Projekte waren von den Vorschriften des VermAnlG befreit.

Tabelle Tab. 9 gibt einen Überblick über die genutzten Ausnahmen und Befreiungen in Hinblick auf gemeinnützige Projekte. Ein Projekt, das vor Einführung des KASG durchgeführt wurde, würde sicherlich unter die Befreiungsvorschriften des § 2c fallen, da es ein unverzinsliches Nachrangdarlehen ist, das unter der Grenze von 2,5 Mio. EUR liegt. Bei drei weiteren Projekten könnte § 2c möglicherweise Anwendung finden. Auch hier würde die Anwendbarkeit von der Höhe des Zinssatzes bzw. in einem Fall von der Höhe der Vermögensanlage abhängen.

Bei insgesamt neun Projekten hätte die Finanzierung nicht über Vermögensanlagen gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG stattgefunden. Dies sind insbesondere die Darlehen, die von Stiftungen ausgegeben wurden und mit einer Bankbürgschaft ausgestattet sind. Außerdem fallen auch unverzinsliche Darlehen (die als Darlehen und nicht als Nachrangdarlehen benannt wurden), die von Schulen genutzt wurden, nicht in die Kategorie Vermögensanlage. Darüber hinaus konnten häufig die Ausnahmen von § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a und b VermAnlG angewendet werden.

Im Hinblick auf die Befreiungsvorschriften ist außerdem festzustellen, dass bei keiner der Vermögensanlagen eine erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb bezahlt wurde. Häufig wurden die Vermögensanlagen nur Personen innerhalb der Organisation angeboten, z.B. richtet sich das Angebot an Genossenschaftsmitglieder oder Eltern von Schülern.

Tab. 9: Erfüllung der Ausnahme- und Befreiungstatbestände bei gemeinnützigen Projekten

	Vor Inkrafttreten KASG	Nach Inkrafttreten KASG	Gesamt
Anzahl Projekte	16	2	18
Anwendung des VermAnlG¹			
Ja	0 (+3)	0	0 (+3)
Nein	16 (-3)	2	18 (-3)
Gründe für Nichtanwendung des VermAnlG²			
Keine Vermögensanlage	9	0	9
§ 2 Abs. 1 Nr. 1	0	0	0
§ 2 Abs. 1 Nr. 1a	0	0	0
§ 2 Abs. 1 Nr. 3a	1	2	3
§ 2 Abs. 1 Nr. 3b	2	1	3
§ 2c	4 (-3)	0	4 (-3)

¹: +1/-1: Es gibt drei gemeinnützige Projekte, die unter die Befreiung von § 2c VermAnlG fallen könnten, falls der Sollzins niedrig genug ist.

²: Ein Projekt kann unter mehrere Ausnahmetatbestände fallen.

4.10 Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme

In den folgenden Abbildungen sind die durchschnittlichen Gesamtinvestitionssummen sowie der durchschnittliche prozentuale Anteil dargestellt, den die Vermögensanlage zur Finanzierung eines Projektes beiträgt.

Bei den sozialen Projekten liegt die durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme bei rund 3 Mio. EUR. Im Schnitt wurde etwas über 50% des Projektvolumens durch eine Vermögensanlage finanziert (siehe Tab. 10).

Tab. 10: Gesamtinvestitionssumme und Anteil Vermögensanlage für soziale Projekte (N = 46)

	Vor Inkrafttreten KASG	Nach Inkrafttreten KASG	Gesamt
Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme	3,32 Mio. EUR	1,54 Mio. EUR	2,97 Mio. EUR
Durchschnittlicher Anteil Vermögensanlage	58,4%	30,4%	52,9%
N	37	9	46

Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Auswertung der Autoren.

Ähnliches gilt, wie aus Tabelle Tab. 11 hervorgeht, für die Investitionssummen im Bereich gemeinnütziger Projekte: Hier liegt das durchschnittliche Investitionsvolumen bei 3,4 Mio. EUR und somit höher als bei den sozialen Projekten. Gleichzeitig ist der prozentuale Anteil einer Vermögensanlage an der Finanzierung eines Projektes mit rund 37% deutlich niedriger als für soziale Projekte. In der vorherigen Studie lag die Investitionssumme von sozialen Projekten noch über der der gemeinnützigen Projekte. Dies liegt daran, dass die sozialen Projekte, deren Projektträger in diesem Jahr an der Befragung teilgenommen haben, im Vergleich kleiner waren als die sozialen Projekte, die in die vorherige Studie aufgenommen wurden. Zudem sind die gemeinnützigen Projekte, die in diesem Jahr den Fragebogen ausgefüllt haben, größer als die gemeinnützigen Projekte der ersten Befragung. Diese Veränderung zeigt, dass die Ergebnisse davon abhängen, welche Emittentinnen sich an der Befragung beteiligen.

Tab. 11: Gesamtinvestitionssumme und Anteil Vermögensanlage für gemeinnützige Projekte (N = 14)

	Vor Inkrafttreten KASG	Nach Inkrafttreten KASG	Gesamt
Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme	3,94 Mio. EUR	172.500 EUR	3,40 Mio. EUR
Durchschnittlicher Anteil Vermögensanlage	31,1%	71,9%	36,9%
N	12	2	14

Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Auswertung der Autoren.

4.11 Verwendete Finanzierungsinstrumente

Abbildung Abb. 48 zeigt, welche Finanzierungsinstrumente von sozialen Organisationen ausgegeben wurden. Die Auswertung stützt sich auf 47 Beobachtungen; es ist jedoch zu beachten, dass bei der Frage nach dem gewählten Finanzierungsinstrument Mehrfachantworten möglich waren. Charakteristisch bei den sozialen Organisationen ist die häufige Nutzung von Nachrangdarlehen.

Außerdem wurden relativ häufig Anteile ausgegeben, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren. Dazu zählen in dieser Aufstellung sowohl Genossenschaftsanteile (für die 17 Beobachtungen vorliegen) als auch stille Beteiligungen (zehn Beobachtungen).

Auch der Großteil der gemeinnützigen Emittentinnen finanzierten sich über Nachrangdarlehen, wie Abbildung Abb. 49 zeigt. Jedoch wurden ähnlich viele Projekte über Finanzierungsinstrumente finanziert, die nicht als Vermögensanlage gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG zu charakterisieren sind, wie beispielsweise zinslose Darlehen oder Darlehen gegen Bürgschaften von Banken. Letzteres Finanzierungsinstrument wurde häufig von Stiftungen genutzt (Kategorie „Sonstiges“).

Abb. 48: Von sozialen Organisationen ausgegebene Finanzierungsinstrumente (N = 47); Mehrfachnennungen möglich

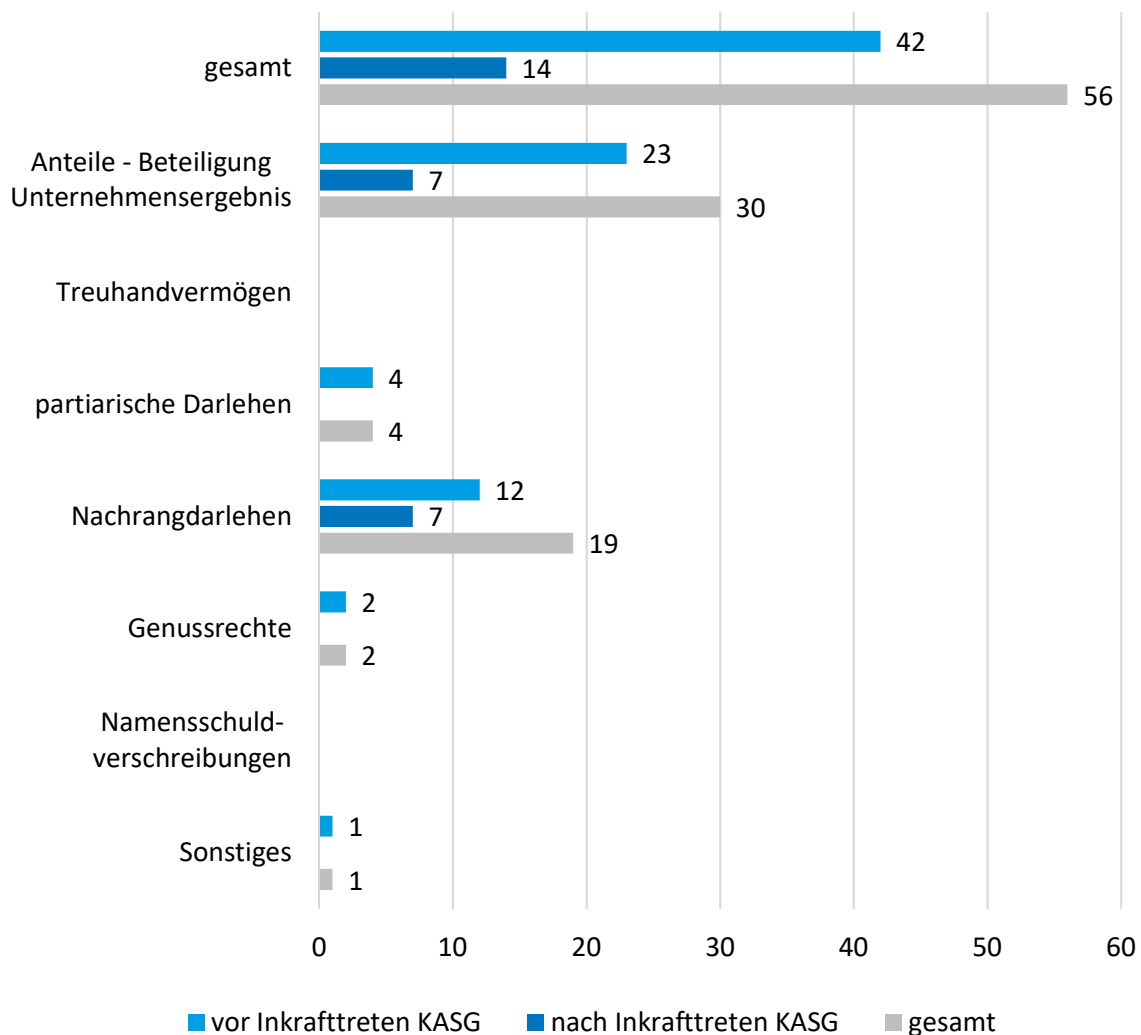
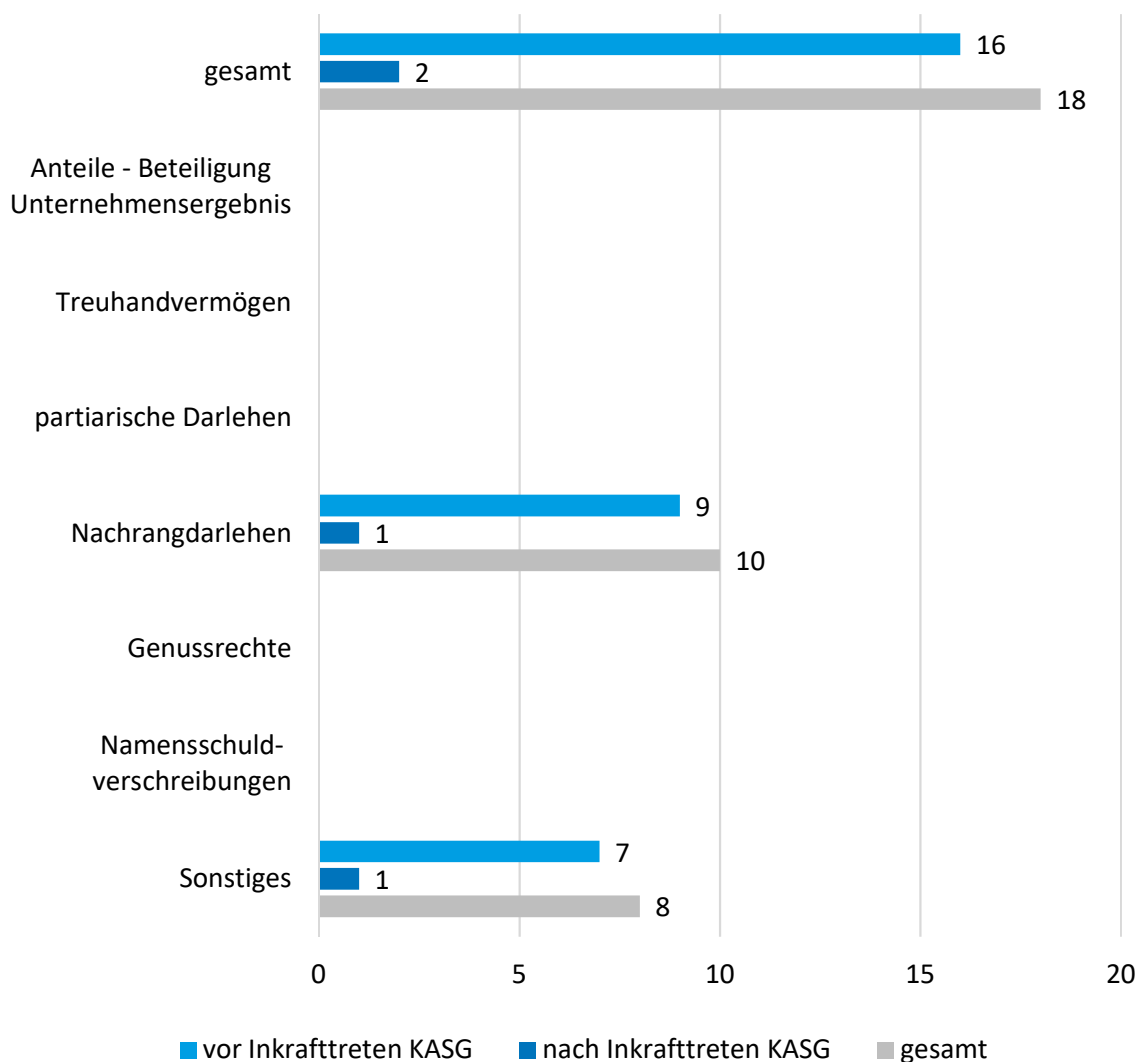


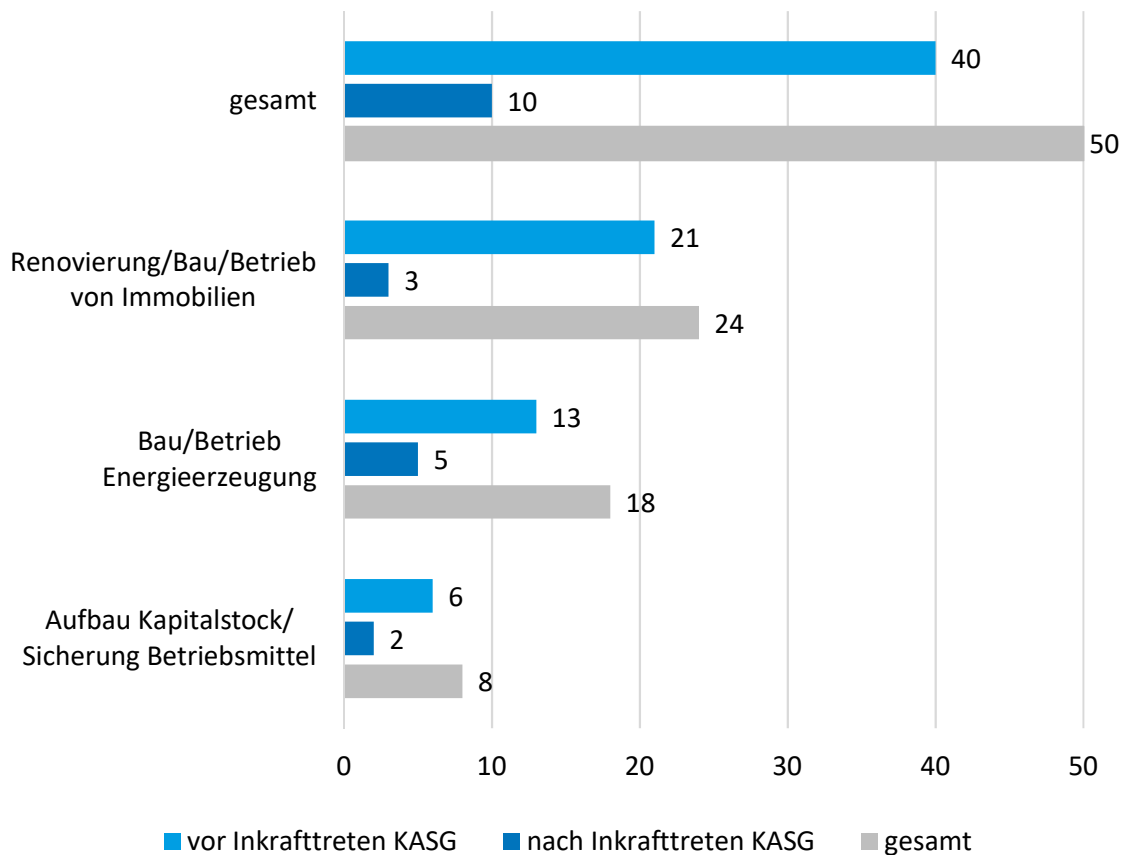
Abb. 49: Von gemeinnützigen Organisationen ausgegebene Finanzierungsinstrumente (N = 18)



4.12 Ziele der Emittentinnen bei sozialen Projekten

Gemäß § 2b Abs. 2 VermAnlG können nur solche Emittentinnen von der Befreiung Gebrauch machen, die ein in der Satzung festgeschriebenes soziales Ziel verfolgen. Im Folgenden werden die Ziele dargestellt, die für die Projekte von sozialen Emittentinnen genannt wurden. Die Ziele lassen sich grob in drei Kategorien unterteilen: (i) Bau oder Betrieb von Anlagen zur Energieerzeugung, (ii) Renovierung, Bau, Kauf oder der Betrieb von Immobilien und (iii) Aufbau eines Kapitalstocks zur Liquiditätssicherung des betreffenden Projektes. In Abbildung Abb. 50 ist die Verteilung auf diese drei breit gefassten Bereiche graphisch dargestellt.

Abb. 50: Verwendung der Vermögensanlage bei sozialen Projekten (N = 50)



Aus der Abbildung geht hervor, dass die meisten Vermögensanlagen von sozialen Projekten zum Bau, Kauf oder Betrieb von Immobilienprojekten sowie für Renovierungen verwendet werden, gefolgt vom Bau oder Betrieb von Anlagen zur Energieerzeugung. Dieses Ergebnis erklärt sich dadurch, dass das Ziel vieler sozialer Projekte in den Bereichen Bau und Wohnen oder Energie liegt.

4.13 Mittelaufnahme in Relation zur Bilanzsumme und Umsatz für soziale Projekte

In Tabelle Tab. 12 sind Kennzahlen dargestellt, die die Mittelaufnahme über die Vermögensanlage in Relation zum Umsatz und der Bilanzsumme der dementsprechenden Emittentin setzen. Dabei werden nur Emittentinnen aus dem sozialen Bereich betrachtet, da § 2b Abs. VermAnlG (nicht jedoch § 2c Abs. VermAnlG) Kriterien für die Größe der Emittentinnen festlegt. Die Zahl der Beobachtungen variiert zwischen den Kennzahlen, da manche Emittentinnen den Umsatz angegeben haben, nicht jedoch die Bilanzsumme und umgekehrt.

Tab. 12: Mittelaufnahme in Relation zu Bilanzsumme bzw. Umsatz für soziale Projekte

	Vor Inkrafttreten KASG	Nach Inkrafttreten KASG	Gesamt
Vermögensanlage/Umsatz			
Durchschnittliches Verhältnis	3,5	1,2	3,0
Maximales Verhältnis	25,3	4,8	25,3
N	35	10	45
Vermögensanlage/Bilanzsumme			
Durchschnittliches Verhältnis	0,7	0,1	0,6
Maximales Verhältnis	8,0	0,3	8,0
N	33	8	41

Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Auswertung der Autoren.

Die Mittelaufnahme durch soziale Projekte beträgt im Durchschnitt ein Vielfaches des Umsatzes. Auch machen die Emissionen durchschnittlich etwas mehr als die Hälfte der Bilanzsumme der sozialen Projekte aus. Das Verhältnis von Vermögensanlage zu Umsatz beträgt maximal 25,3; von Vermögensanlage zu Bilanzsumme maximal 8,0.¹

4.14 Perzeptionsfragen

4.14.1 Überblick

Tabelle Tab. 13 fasst die Auswertung der Perzeptionsfragen zusammen, die am Ende des Fragebogens gestellt wurden. Ziel der Perzeptionsfragen war es, einen Eindruck davon zu erhalten, welche Gründe bei der Wahl der Finanzierungsform und der Vermögensanlage eine Rolle spielen. So sollen die Fragen einen Eindruck vermitteln, ob die Vermögensanlage aus regulatorischen oder steuerlichen Gründen gewählt wurde, ob sie gewählt wurde, weil keine Bankkredite zur Verfügung standen und ob sich die Wahl der Vermögensanlage im Nachhinein als richtig herausgestellt hat.

Den Emittentinnen wurden dazu 13 Aussagen vorgelegt. Auf einer fünfstelligen Likert-Skala konnten sie ihre Zustimmung mit 1 (= stimme gar nicht zu) bis 5 (= stimme voll zu) ausdrücken. Außerdem hatten sie die Möglichkeit anzugeben, dass die Aussage für sie nicht relevant ist.

Die erste Aussage beinhaltet eine Einschätzung zur Eignung von Vermögensanlagen als Finanzierungsform. Ein überwiegender Teil der Emittentinnen hat die Ausgabe einer Vermögensanlage

¹ Bei der Berechnung des durchschnittlichen und maximalen Verhältnisses von Vermögensanlage zu Umsatz bzw. Bilanzsumme wurden zwei Extremwerte aus dem Datensatz entfernt. Grund dafür war das überproportionale Verhältnis aus Vermögensanlage und Umsatz.

zur Finanzierung eines Projekts gewählt, weil sie die Vermögensanlage für die am besten geeignete Finanzierungsform hielten: Insgesamt 53% der befragten Emittentinnen stimmten der Aussage „Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform“ voll zu.

Ein Bankkredit wäre hingegen nur für sehr wenige Emittentinnen die bevorzugte Wahl gewesen. Rund 70% der befragten Emittentinnen erklärten, dass die Begebung einer Vermögensanlage sie unabhängiger von Banken mache (Antwortkategorie 4 und 5). Etwas mehr als die Hälfte der Emittentinnen gab an, dass sie sich dadurch langwierige Verhandlungen mit Banken ersparten. Insgesamt 84% der befragten Emittentinnen erklärten gleichzeitig, dass sich die gewählte Finanzierungsform auch im Nachhinein als optimal herausgestellt habe. Die Einschätzung wird dadurch unterstützt, dass rund 76% der Befragten angaben, dass sie den Aufwand, der mit der Emission verbunden ist, richtig eingeschätzt hätten.

Ebenfalls bewerteten die meisten befragten Emittentinnen ihr gewähltes Finanzierungsinstrument, wie Nachrangdarlehen oder partiarisches Darlehen, als positiv. Nur eine kleine Minderheit der Befragten gab an, dass steuerliche Gründe oder die Vermeidung von Mitspracherechten durch Investierende eine Rolle bei der Wahl ihres Finanzierungsinstruments spielten. Etwas differenzierter sieht das Bild für die Prospektpflicht aus: Rund 40% der Befragten bestätigten, dass sie ihr Finanzierungsinstrument gewählt hätten, um so die Prospektpflicht zu vermeiden.

Drei weitere Fragen beschäftigen sich mit dem Kreditzugang: 43% der Emittentinnen haben das Finanzierungsinstrument gewählt, um ihren Kreditrahmen zu schonen. Für etwa ein Fünftel der Emittentinnen war die Frage aber irrelevant. Mit 38% war ein gutes Drittel der Emittentinnen der Meinung, dass auch Banken sich zur Finanzierung des Projekts bereit erklärt hätten. Etwas mehr als ein Drittel der Emittentinnen gab an, dass Banken ihnen bereits signalisiert haben, das Projekt zu finanzieren.

§§ 2b, 2c VermAnlG: Befreiungen für soziale Projekte sowie für gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften

Tab. 13: Auswertung Perzeptionsfragen (N = 68)

	1	2	3	4	5	6	Keine Angabe	Summe
	Stimme gar nicht zu			Stimme voll zu	Nicht relevant			
Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete <u>Finanzierungsform</u> .	1%	3%	15%	7%	53%	16%	4%	100%
Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen.	35%	24%	16%	4%	3%	13%	4%	100%
Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken.	1%	3%	9%	15%	56%	12%	4%	100%
Die gewählte Finanzierungsform erspart uns langwierige Verhandlungen mit Banken.	7%	9%	15%	18%	34%	12%	6%	100%
Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal.	3%	1%	3%	16%	68%	6%	3%	100%
Wir haben den Aufwand für die Mittelbeschaffung durch die von uns gewählte Finanzierungsform richtig eingeschätzt.	0%	3%	13%	22%	54%	4%	3%	100%
Das gewählte <u>Finanzierungsinstrument</u> (Nachrangdarlehen etc.) war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument.	1%	0%	7%	21%	41%	22%	7%	100%
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektpflicht unterliegt.	12%	0%	6%	1%	38%	37%	6%	100%
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil Investoren keine Mitspracherechte besitzen.	53%	7%	3%	3%	10%	21%	3%	100%
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument aus steuerlichen Gründen gewählt.	44%	7%	4%	0%	1%	40%	3%	100%
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen.	25%	4%	4%	15%	28%	21%	3%	100%
Die Banken wären sicherlich bereit gewesen, dieses Projekt zu finanzieren.	18%	10%	13%	19%	19%	18%	3%	100%
Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden.	16%	4%	9%	10%	25%	29%	6%	100%

4.14.2 Vergleich: Soziale und gemeinnützige Projekt

In Tabelle Tab. 14 sind die gesamten Auswertungen der Perzeptionsfragen für soziale Projekte (umrahmt) denen für gemeinnützige Projekte gegenübergestellt. Im direkten Vergleich lässt sich zusammenfassend sagen, dass Emittentinnen sowohl im sozialen als auch im gemeinnützigen Bereich die Ausgabe einer Vermögensanlage aus ähnlichen Gründen gewählt haben: Beide Gruppen bestätigen, dass die gewählte Finanzierungsform langwierige Verhandlungen mit Banken ersparen würde und sie den Aufwand zur Mittelaufnahme richtig eingeschätzt hätten. Außerdem hielten beide Gruppen bei der Wahl der Vermögensanlage steuerliche Gründe sowie die Mitspracherechte der Investierenden nicht für wichtig.

Sowohl im sozialen als auch im gemeinnützigen Bereich erklärten je 84% der Befragten, dass die Wahl der Finanzierungsform im Rückblick optimal war (Antwortkategorie 4 und 5). Auf die Frage, ob das gewählte Finanzierungsinstrument auch das am besten geeignete war, stimmen 78% der befragten Emittentinnen aus dem gemeinnützigen Bereich zu, jedoch nur 56% aus dem sozialen Bereich. Auch was die mögliche Finanzierung eines Projekts durch Banken betrifft, bestehen leichte Unterschiede: Die Bereitschaft von Banken, ein Projekt zu finanzieren, war im sozialen Bereich niedriger als im gemeinnützigen. Zugleich hielten noch weniger soziale Projekte einen Bankkredit für das am besten geeignete Finanzierungsinstrument als gemeinnützige.

Tab. 14: Vergleich der Perzeptionsfragen zwischen gemeinnützigen und sozialen Projekten (N = 68)

	1 – Stimme gar nicht zu, 5 – Stimme voll zu, 6 – Nicht Relevant											Keine Angabe	Summe				
	1	2	3	4	5	6	6	6	5	4	3						
N(sozial) = 50 N(gemeinnützig) = 18																	
Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform.	0%	6%	4%	0%	10%	28%	10%	0%	54%	50%	16%	17%	6%	0%	100%		
Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen.	34%	39%	28%	11%	10%	33%	10%	6%	4%	0%	12%	17%	6%	0%	100%		
Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken.	0%	6%	4%	0%	10%	6%	12%	22%	62%	39%	6%	28%	6%	0%	100%		
Die gewählte Finanzierungsform erspart uns langwierige Verhandlungen mit Banken.	8%	6%	10%	6%	14%	17%	20%	11%	34%	33%	6%	28%	8%	0%	100%		
Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal.	2%	6%	2%	0%	4%	0%	12%	28%	72%	56%	4%	11%	4%	0%	100%		
Wir haben den Aufwand für die Mittelbeschaffung durch die von uns gewählte Finanzierungsform richtig eingeschätzt.	0%	0%	0%	11%	14%	11%	24%	17%	54%	56%	4%	6%	4%	0%	100%		
Das gewählte Finanzierungsinstrument (Nachrangdarlehen etc.) war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument.	2%	0%	0%	0%	8%	6%	18%	28%	38%	50%	24%	17%	10%	0%	100%		
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektspflicht unterliegt.	10%	17%	0%	0%	6%	6%	2%	0%	38%	39%	36%	39%	8%	0%	100%		
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil Investoren keine Mitspracherechte besitzen.	54%	50%	8%	6%	4%	0%	4%	0%	12%	6%	14%	39%	4%	0%	100%		
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument aus steuerlichen Gründen gewählt.	42%	50%	10%	0%	6%	0%	0%	0%	2%	0%	36%	50%	4%	0%	100%		
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen.	24%	28%	4%	6%	6%	0%	14%	17%	30%	22%	18%	28%	4%	0%	100%		
Die Banken wären sicherlich bereit gewesen, dieses Projekt zu finanzieren.	20%	11%	10%	11%	12%	17%	20%	17%	18%	22%	16%	22%	4%	0%	100%		
Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden.	18%	11%	2%	11%	10%	6%	8%	17%	22%	33%	32%	22%	8%	0%	100%		

4.14.3 Vergleich einzelner Perzeptionsfragen

Im Folgenden werden einzelne Perzeptionsfragen grafisch dargestellt, wobei die einzelnen Fragen teilweise nach der Organisationsart (sozial oder gemeinnützig) und teilweise nach der abgegebenen Vermögensanlage (Nachrangdarlehen, Anteil an Genossenschaft, stille Beteiligung, Sonstige) ausgewertet werden.

Perzeptionsfrage: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform.

Abb. 51: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform – soziale Projekte (N = 50)

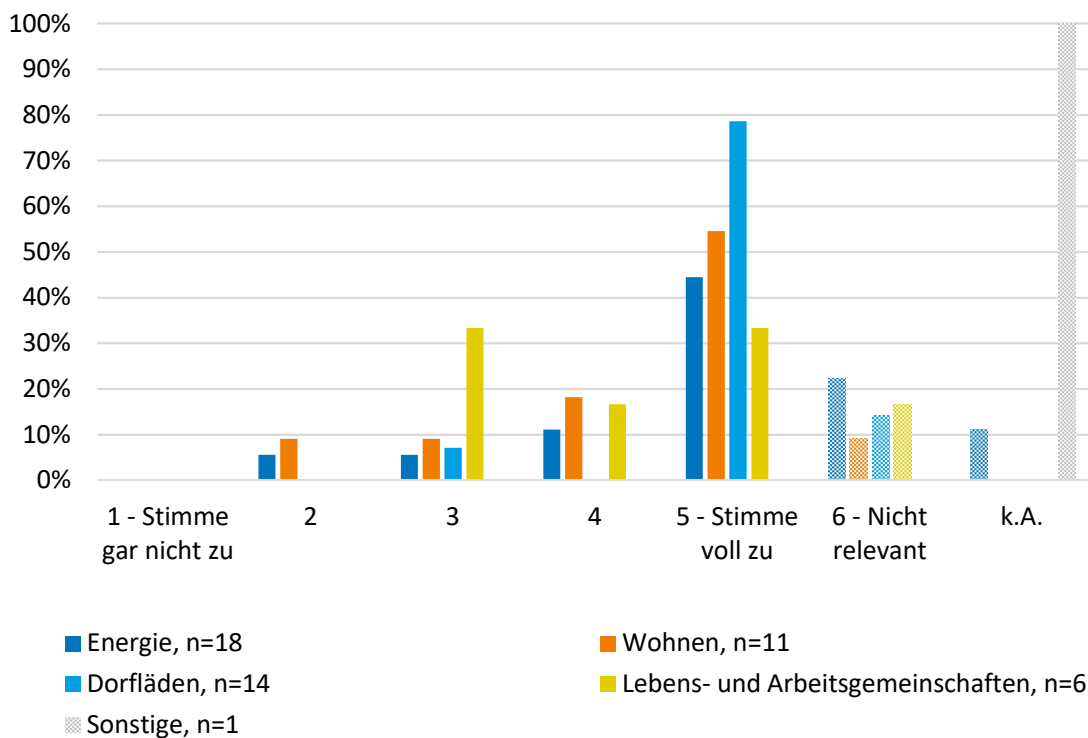
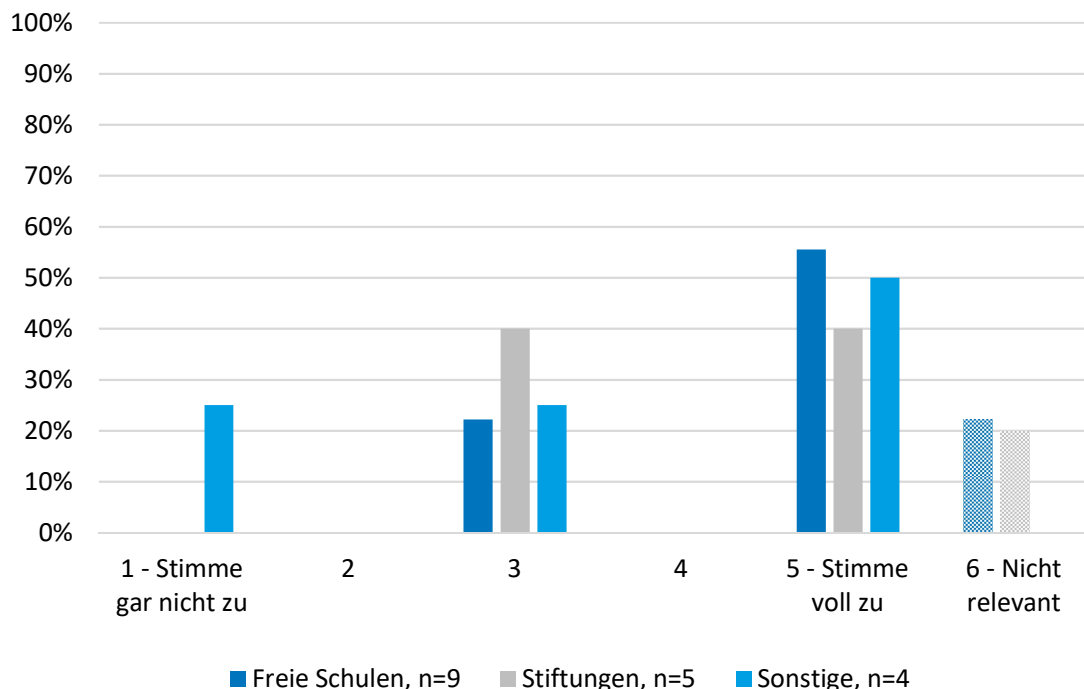


Abbildung Abb. 51 zeigt für soziale Projekte, dass vor allem bei Dorfläden die Ausgabe einer Vermögensanlage als besonders geeignete Form der Projektfinanzierung wahrgenommen wird. Auch in den Bereichen Wohnen und Energie geben jeweils mehr als 40% der Befragten an, dass es sich bei der Ausgabe einer Vermögensanlage um die am besten geeignete Finanzierungsform handelt. Weniger Zustimmung gab es hingegen bei den Lebens- und Arbeitsgemeinschaften; zu beachten ist jedoch die geringe Anzahl an Befragungsteilnehmerinnen in dieser Kategorie.

Abb. 52: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform – gemeinnützige Projekte (N = 18)

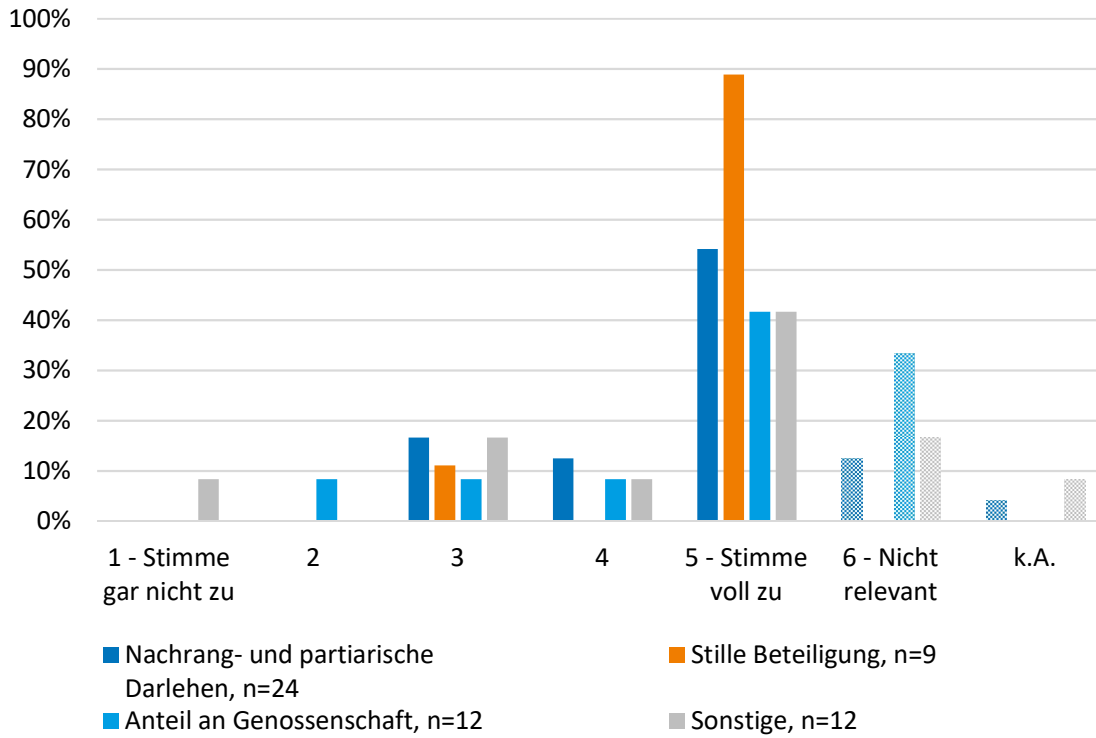


Bei den gemeinnützigen Projekten liegen insgesamt 18 Fragebögen vor, so dass auch die einzelnen Untergruppen nur eine geringe Anzahl an Antworten aufweisen. Dies sollte bei der Interpretation der Ergebnisse berücksichtigt werden. Die Antworten in Abbildung Abb. 52 zeigen, dass es weder bei den freien Schulen, noch bei den Stiftungen Befragungsteilnehmerinnen gibt, die die Ausgabe einer Vermögensanlage als ungeeignete Form der Projektfinanzierung betrachten. Aus beiden Bereichen gibt es jedoch Befragungsteilnehmerinnen, die der Aussage indifferent gegenüberstehen oder diese als nicht relevant erachten.

Unterteilt man die Antworten von sozialen und gemeinnützigen Projekten nach der Art der abgegebenen Vermögensanlage, zeigt sich folgendes Bild: Fast alle Emittentinnen, die sich über stille Beteiligungen finanzieren, stimmten der Aussage voll zu, dass es sich bei der Ausgabe einer Vermögensanlage um die beste Finanzierungsform handelt. Dabei ist zu beachten, dass es sich bei allen Emittentinnen von stillen Beteiligungen um Dorfläden handelt. Hohe Zustimmung gab es auch bei den anderen Vermögensanlagen. Bei den Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen fand die Aussage in einigen wenigen Fällen keine Unterstützung (siehe Abb. 53).¹

¹ Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen sind immer Genossenschaften. Da Genossenschaften aber auch andere Vermögensanlagen ausgeben können, werden „Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen“ nicht als Genossenschaften bezeichnet.

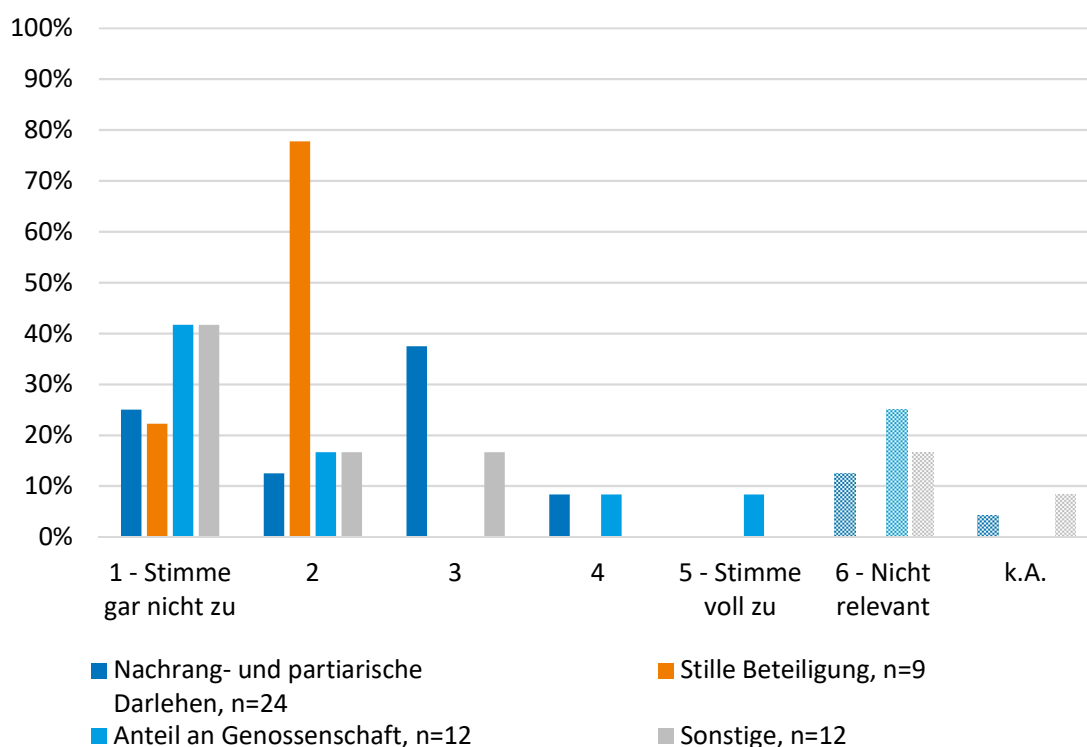
Abb. 53: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform – nach Vermögensanlage (N = 57)



Perzeptionsfrage: Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen.

Die Einschätzung der Aussage „Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen“ war – in Abhängigkeit von der gewählten Vermögensanlage – nicht einheitlich. Während die Aussage bei Emittentinnen mit stillen Beteiligungen keine Zustimmung fand, stieß sie bei den Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen bzw. Nachrangdarlehen oder partiarischen Darlehen vereinzelt auf positive Resonanz.

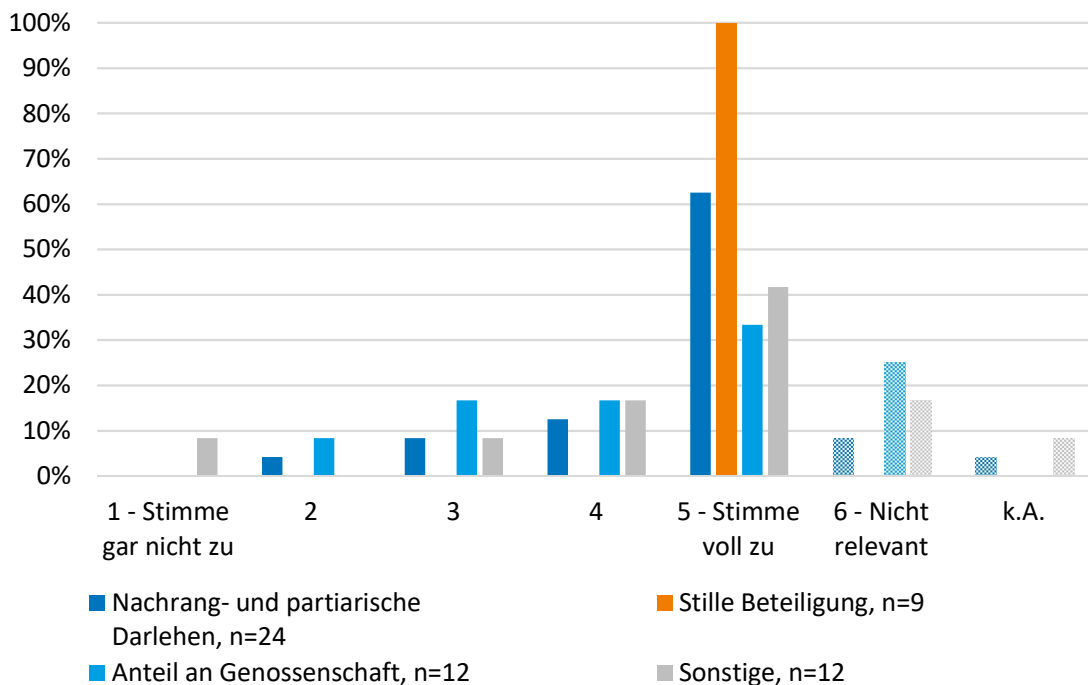
Abb. 54: Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen – nach Vermögensanlage (N = 57)



Perzeptionsfrage: Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken.

Der Aussage, dass die gewählte Finanzierungsform die Emittentin unabhängiger von Banken mache, wurde insgesamt in großem Maße zugestimmt. Abbildung Abb. 55 zeigt, dass sich insbesondere Emittentinnen mit stillen Beteiligungen in ihrer Unabhängigkeit von Banken gestärkt sahen. Auch die Emission von Nachrangdarlehen oder partiarischen Darlehen machte Organisationen bei der Projektfinanzierung unabhängiger von Banken. Bei Emittentinnen von Genossenschaftsanteilen fielen die Antworten heterogener aus.

Abb. 55: Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken – nach Vermögensanlage (N = 57)



Perzeptionsfrage: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal.

In allen sozialen Bereichen (Energie, Wohnen, Dorfläden sowie Lebens- und Arbeitsgemeinschaften) gibt die Mehrheit der befragten Emittentinnen an, dass im Rückblick die Wahl der Finanzierungsform optimal war (siehe Abb. 56). Im Bereich Wohnen fällt auf, dass es auch ablehnende Antworten gab, die sich für die anderen Bereiche nicht finden.

Abb. 56: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal – soziale Projekte (N = 50)

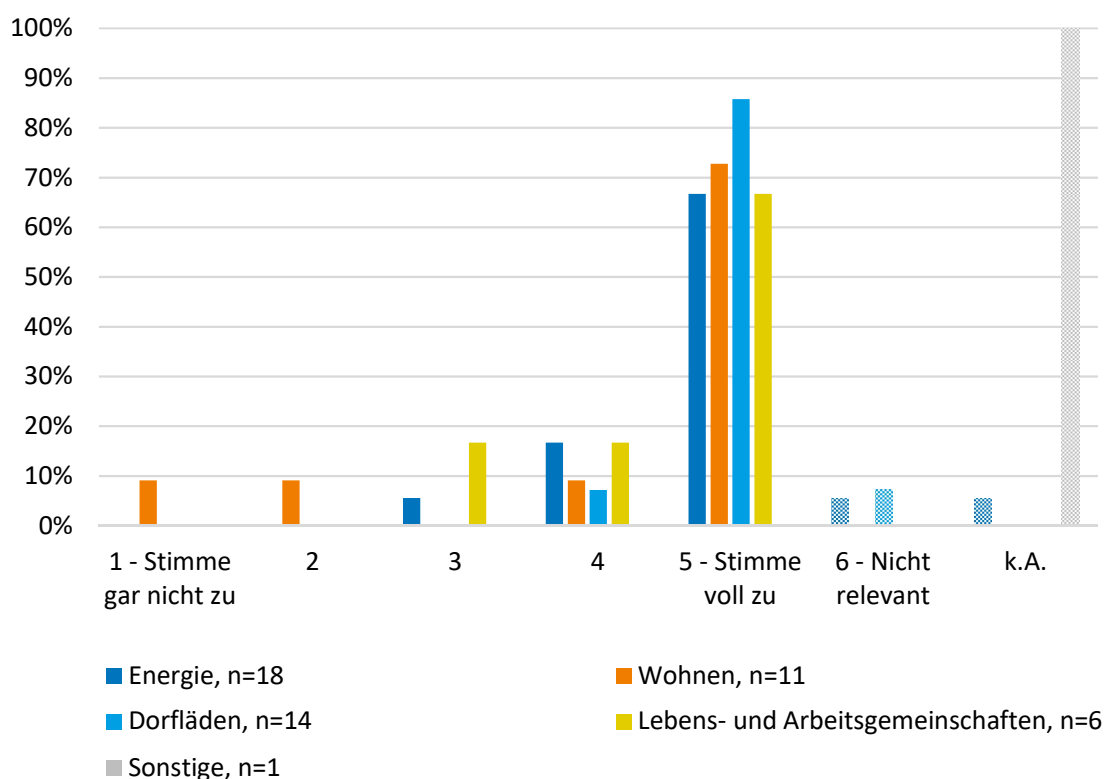
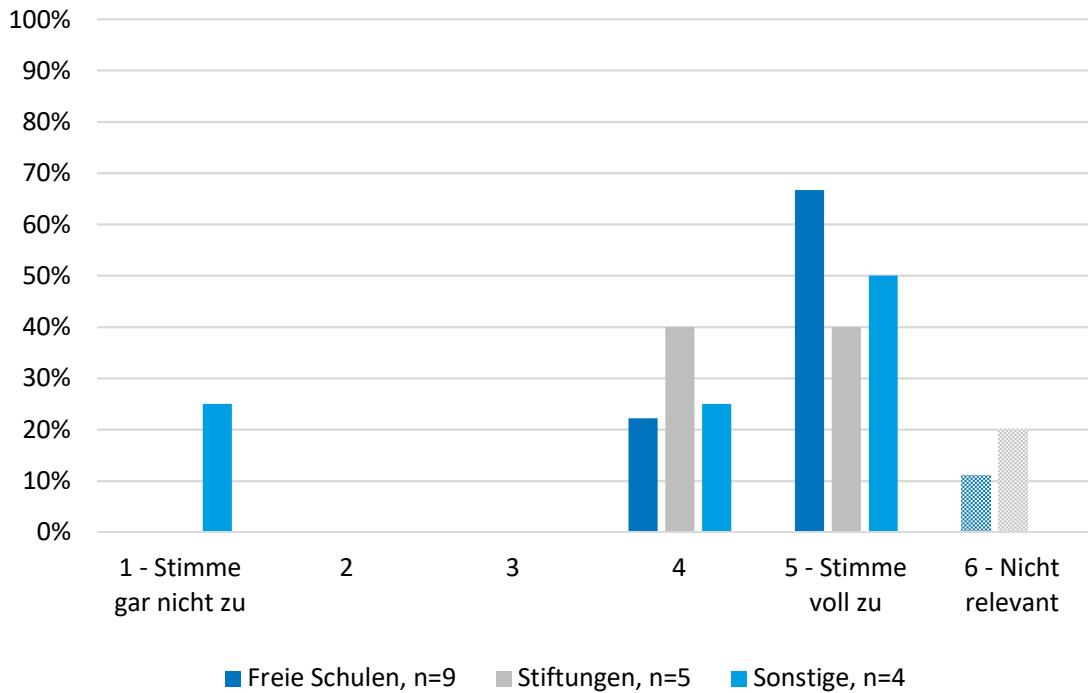
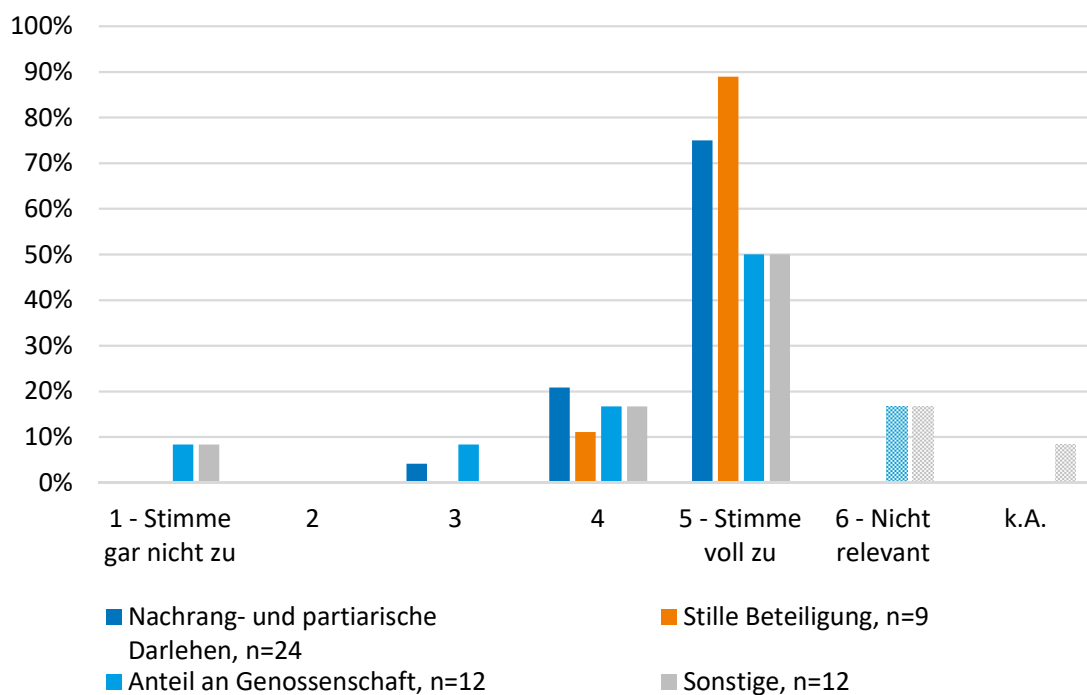


Abb. 57: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal – gemeinnützige Projekte (N = 18)



Auch in den einzelnen gemeinnützigen Bereichen – wie etwa in Stiftungen und freien Schulen – wird die gewählte Finanzierungsform rückblickend als Erfolg verzeichnet (siehe Abb. 57).

Abb. 58: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal – nach Vermögensanlage (N = 57)

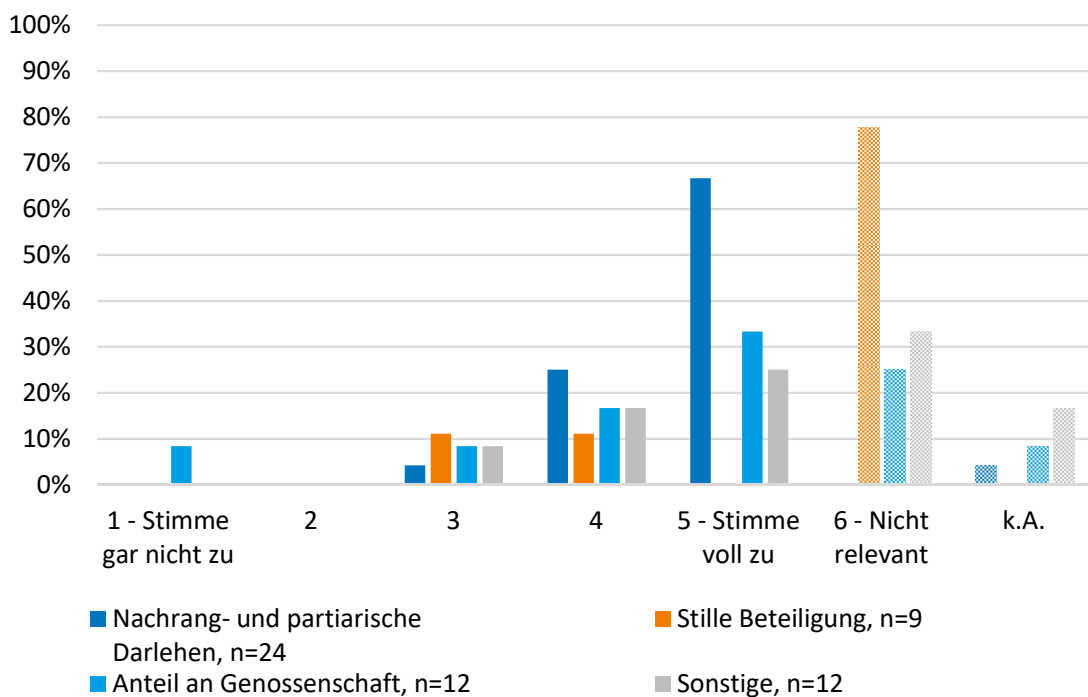


Unterteilt man die Antworten auf die Frage, ob die Wahl der Finanzierungsform im Rückblick optimal gewesen sei, nach der von den Emittentinnen gewählten Vermögensanlage, gab es insgesamt große Zustimmung. Allerdings fiel die Zustimmung geringer aus, wenn Genossenschaftsanteile emittiert wurden.

Perzeptionsfrage: Das gewählte Finanzierungsinstrument war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument.

Wie aus Abbildung Abb. 59 ersichtlich ist, ergibt sich bei dieser Frage kein einheitliches Bild. Emittentinnen, die Nachrangdarlehen bzw. partiarische Darlehen zur Finanzierung ausgegeben haben, stimmten der Aussage mehrheitlich zu. Gleichzeitig spielte insbesondere für Projekte mit stillen Beteiligungen die Frage nach der Eignung des Finanzierungsinstruments nur eine untergeordnete Rolle. Für Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen sind zustimmende wie auch ablehnende Antworten zu verzeichnen.

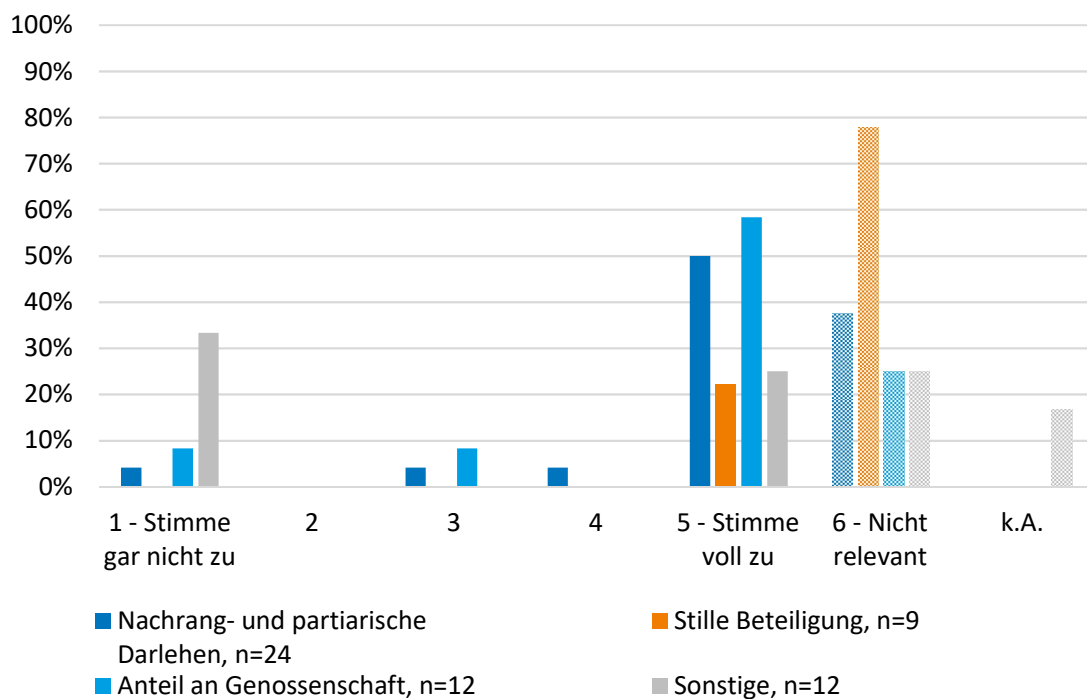
Abb. 59: Das gewählte Finanzierungsinstrument war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument – nach Vermögensanlage (N = 57)



Perzeptionsfrage: Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektspflicht unterliegt.

Die Wahl des Finanzierungsinstrumentes hängt für einen Teil der befragten Emittentinnen auch davon ab, ob sie damit die Prospektspflicht vermeiden können. Zwischen 50% und 60% der Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen bzw. mit Nachrangdarlehen oder partiarischen Darlehen bestätigten, dass sie die Vermögensanlage zur Vermeidung der Prospektspflicht gewählt hätten. Für Emittentinnen mit stillen Beteiligungen war die Prospektspflicht in knapp 80% der Fälle kein relevantes Kriterium bei der Wahl der Vermögensanlage.

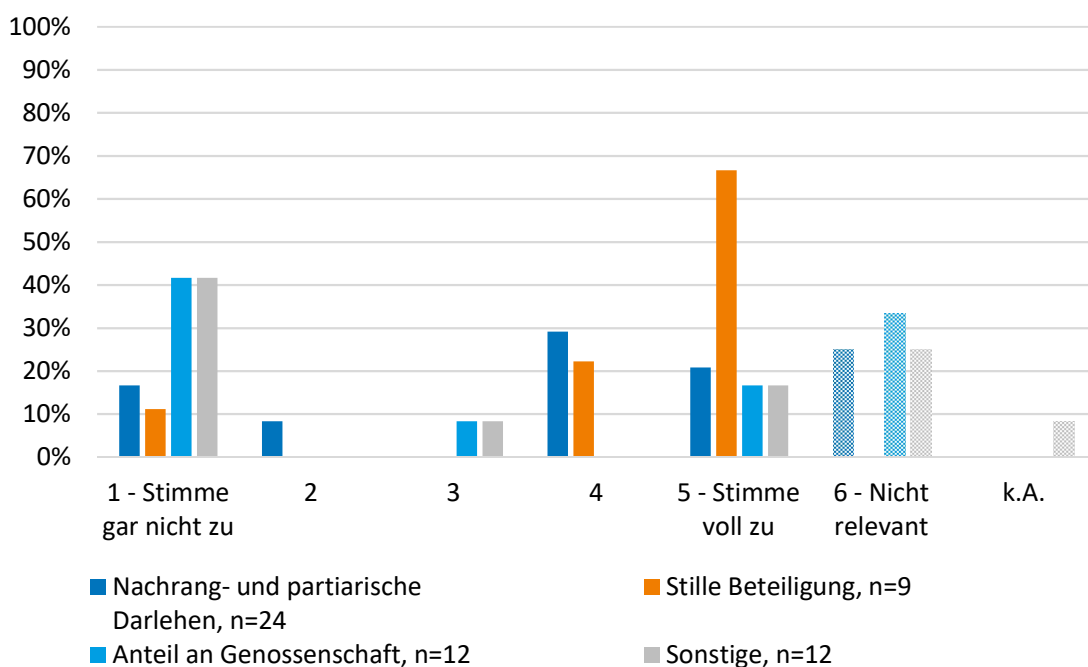
Abb. 60: Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektspflicht unterliegt – nach Vermögensanlage (N = 57)



Perzeptionsfrage: Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen.

Auf die Frage, ob Emittentinnen ein bestimmtes Finanzierungsinstrument gewählt hätten, um den Kreditrahmen zu schonen, ist – in Hinblick auf die unterschiedlichen Vermögensanlagen – kein eindeutiges Bild zu erkennen. Für alle hier betrachteten Vermögensanlagen können sowohl zustimmende als auch ablehnende Antworten verzeichnet werden (siehe Abb. 61). Jedoch überwiegen bei den Emittentinnen mit stillen Beteiligungen die positiven Einstellungen (d.h., das Finanzierungsinstrument wurde oftmals gewählt um den Kreditrahmen zu schonen), wohingegen bei den Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen die negativen Einstellungen überwiegen. Auch geben viele Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen und Nachrangdarlehen bzw. partiarischen Darlehen an, dass Überlegungen zum Kreditrahmen für die Wahl der Vermögensanlage nicht relevant waren.

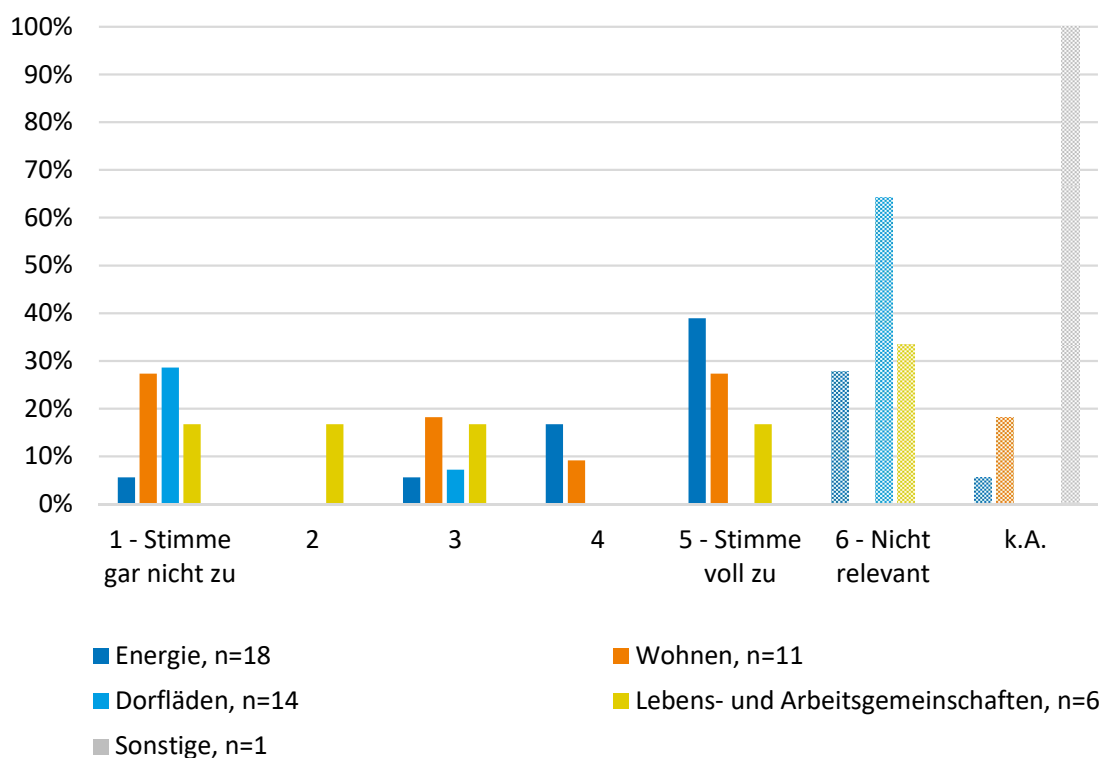
Abb. 61: Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen – nach Vermögensanlage (N = 57)



Perzeptionsfrage: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden.

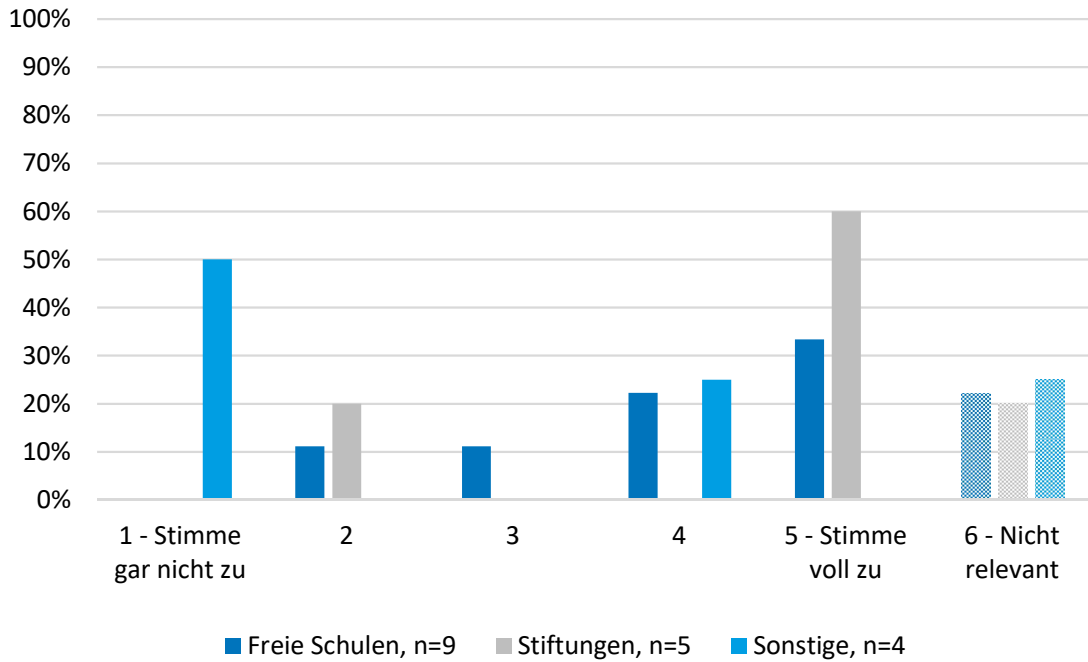
Was die Kreditvergabebereitschaft der Banken angeht, wurden die Emittentinnen gefragt, ob die Banken signalisiert hätten, das zugrundeliegende Projekt zu finanzieren (siehe Abb. 62). Die meisten Energieprojekte gaben an, dass es positive Signale gegeben habe. Bei den Wohnprojekten fiel die Zustimmung zu dieser Aussage geringer aus. Bei den Lebens- und Arbeitsgemeinschaften verteilten sich die Antworten relativ gleichmäßig auf die einzelnen Kategorien. Dorfläden stimmten der Aussage entweder gar nicht zu oder erachteten sie als irrelevant.

Abb. 62: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden – soziale Projekte (N = 50)



Im Hinblick auf die Finanzierung von gemeinnützigen Projekten durch Banken ist kein einheitliches Bild zu erkennen (siehe Abb. 63). Sowohl im Bereich der freien Schulen als auch im Bereich der Stiftungen gibt es zustimmende wie auch ablehnende Antworten.

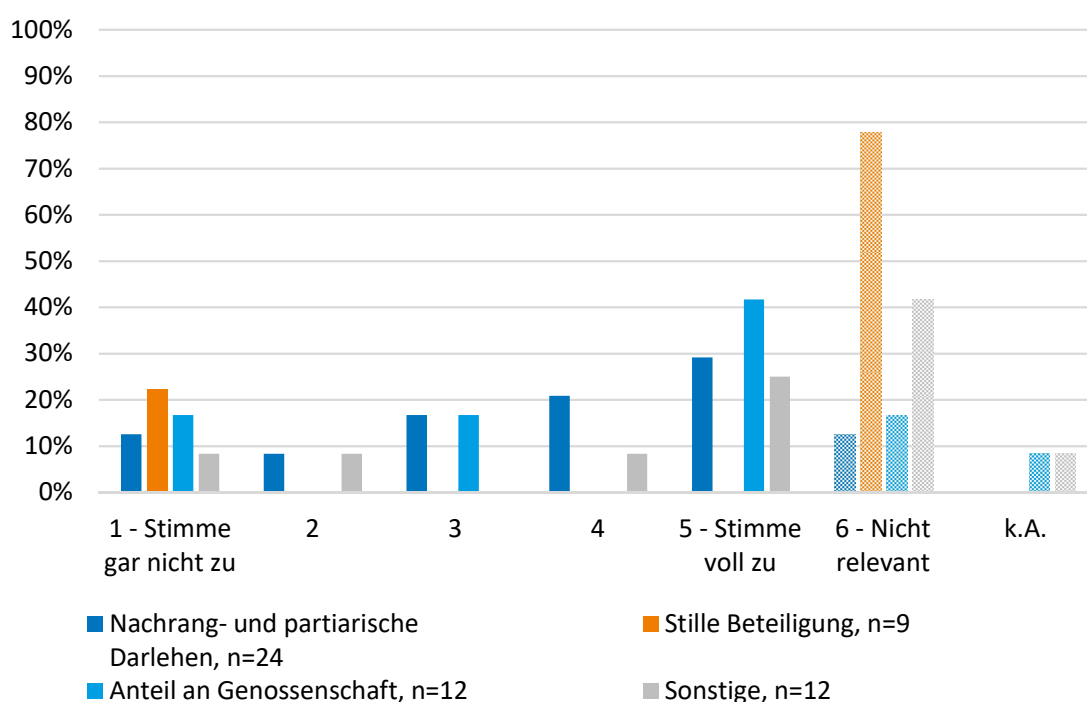
Abb. 63: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden – gemeinnützige Projekte (N = 18)



§§ 2b, 2c VermAnlG: Befreiungen für soziale Projekte sowie für gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften

Auch bei der Unterteilung der Antworten nach der gewählten Vermögensanlage ist kein eindeutiges Bild zu erkennen (siehe Abb. 64). Da es sich bei allen Emittentinnen von stillen Beteiligungen um Dorfläden handelt, überrascht es nicht, dass sich Emittentinnen mit stillen Beteiligungen – ähnlich wie Dorfläden – in der Kategorie „nicht relevant“ wiederfinden. Von den Emittentinnen mit Nachrangdarlehen bzw. partiarischen Darlehen (Genossenschaftsanteilen) stimmten 50% (42%) der Aussage zu, dass Banken signalisiert haben, dass sie dieses Projekt finanzieren würden.¹

Abb. 64: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden – nach Vermögensanlage (N = 57)



¹ Betrachtet werden Antwortkategorie 4 und 5.

4.15 Schwarmfinanzierungen von potentiell sozialen und gemeinnützigen Projekten

Im Folgenden wird untersucht, ob Schwarmfinanzierungen, die über Plattformen finanziert wurden und somit unter § 2a VermAnlG fallen, zusätzlich von den Befreiungsvorschriften nach § 2b VermAnlG oder § 2c VermAnlG hätten erfasst werden können. In einem ersten Schritt wurden dazu aus den Schwarmfinanzierungen jene Projekte herausgefiltert, die eine soziale Zielsetzung festlegen hätten können und somit potentiell unter § 2b VermAnlG fallen könnten. Außerdem wurden jene Emittentinnen extrahiert, die als gemeinnützige Körperschaft nach § 52 Abs. 1 S. 1 AO anerkannt sind und somit potentiell unter § 2c VermAnlG fallen könnten.¹

Insgesamt wurden 15 Schwarmfinanzierungen mit sozialer Zielsetzung identifiziert, die zusätzlich zu § 2a VermAnlG potentiell auch unter § 2b VermAnlG fallen könnten. Außerdem wurden vier gemeinnützige Projekte ausgemacht, die potentiell unter § 2c VermAnlG fallen könnten. Zu beachten ist jedoch, dass lediglich drei der vier gemeinnützigen Projekte erfolgreich finanziert wurden, da bei einem gemeinnützigen Projekt, die festgelegte Fundingschwelle nicht erreicht wurde.

Um vom Anwendungsbereich des § 2b VermAnlG bzw. § 2c VermAnlG erfasst zu werden, sind zusätzlich zu den oben erwähnten Kriterien (soziale Zielsetzung in der Satzung bzw. Gemeinnützigkeit nach § 52 Abs. 1 S. 1 AO) weitere Vorschriften zu erfüllen. In einem nächsten Schritt wurde für alle potentiell sozialen Projekte (insgesamt 15) und gemeinnützigen Projekte (insgesamt drei) untersucht, ob die zusätzlichen Vorschriften erfüllt sind. Tabelle Tab. 15 gibt einen Überblick über die Projekte, die neben § 2a VermAnlG potentiell auch unter § 2b bzw. § 2c VermAnlG fallen könnten. Tabelle Tab. 15 zeigt, wie viele der Projekte die einzelnen Kriterien bzw. Vorschriften erfüllen und wie viele Projekte tatsächlich von § 2b VermAnlG bzw. § 2c VermAnlG erfasst werden.

¹ In der Liste der Schwarmfinanzierungen war keine inländische Kirche oder Religionsgemeinschaft enthalten.

Tab. 15: Schwarmfinanzierung die potentiell unter § 2b bzw. § 2c VermAnlG fallen könnten

	Potentiell soziale Projekte	Potentiell gemeinnützige Projekte
Anzahl Projekte	15	3
Anwendung § 2b VermAnlG	0	-
Anwendung § 2c VermAnlG	-	0 (+1)
Kriterien		
Gesamtverkaufspreis VermAnl < 2,5 Mio. EUR	15	3
Sollzinssatz < max. (1,5%; marktübliche Emissionsrendite Hypothekendarlehen gleiche Laufzeit)	0	1
Keine erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb der VermAnl	11	0 (+2) ³
VermAnl = Nachrangdarlehen oder partiarisches Darlehen	14	3
Bilanzsumme < 10 Mio. EUR	13 (+2) ¹	-
Umsatz < 10 Mio. EUR	10 (+3) ²	-

¹ Für zwei Emittentinnen ist die Bilanzsumme nicht bekannt.

² Für drei Emittentinnen ist der Umsatz nicht bekannt.

³ Bei zwei Projekten konnte nicht festgestellt werden, ob für den Vertrieb eine erfolgsabhängige Vergütung vereinbart wurde.

Sowohl unter § 2b VermAnlG als auch unter § 2c VermAnlG darf der Gesamtverkaufspreis der Vermögensanlage einen Wert von 2,5 Mio. EUR nicht überschreiten. Dieses Kriterium wird von allen potentiell sozialen und gemeinnützigen Projekten erfüllt. Außerdem darf der vereinbarte jährliche Sollzins den höheren der beiden Werte von 1,5% oder der marktüblichen Emissionsrendite für Anlagen am Kapitalmarkt in Hypothekendarlehen mit gleicher Laufzeit nicht überschreiten. Bei den 15 Projekten im sozialen Bereich liegen die Zinssätze zwischen 3% und 7%. Da aufgrund des Niedrigzinsumfelds in den meisten Fällen der Wert von 1,5% als Vergleichswert herangezogen werden muss, wird die Sollzinssatzanforderung von keinem einzigen sozialen Projekt erfüllt, das potentiell unter die § 2b VermAnlG oder § 2c VermAnlG hätte fallen können. Bei einem der drei gemeinnützigen Projekten ist der Zinssatz niedrig genug, sodass die Sollzinssatzanforderung erfüllt wird.

Um von den Befreiungen in § 2b bzw. § 2c Gebrauch machen zu können, ist es zudem erforderlich, dass keine erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb der Vermögensanlage bezahlt werden darf. Ob eine solche erfolgsabhängige Vergütung geleistet wird, ist abhängig von der Crowdfunding-Plattform, über die eine Vermögensanlage ausgegeben wird. Die potentiell sozialen Projekte wurden über fünf unterschiedliche Crowdfunding-Plattformen begeben. Bei vier der fünf

Plattformen wurde für den Vertrieb der Vermögensanlage eine erfolgsabhängige Vergütung vereinbart; lediglich bei einer Plattform ist die Vergütung für den Vertrieb nicht erfolgsabhängig. Tatsächlich wurde der Großteil der potentiell sozialen Projekte – insgesamt elf von 15 – über diese eine Plattform finanziert. Somit wird die Anforderung der nicht-erfolgsabhängigen Vergütung für den Vertrieb insgesamt von elf potentiell sozialen Projekten erfüllt.

Die Finanzierung der gemeinnützigen Projekte erfolgte über zwei unterschiedliche Crowdfunding-Plattformen. Eine der beiden Plattformen fordert eine erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb. Zu der anderen Plattform liegt keine Information vor. Bei zwei der drei potentiell gemeinnützigen Projekte ist deshalb unklar, ob diese Vorschrift erfüllt wäre oder nicht.

Zu beachten ist außerdem, dass vom Anwendungsbereich des § 2b und § 2c VermAnlG nur partielle Darlehen und Nachrangdarlehen erfasst werden. Diese Anforderung ist von allen gemeinnützigen Projekten erfüllt und von 14 der 15 sozialen Projekte, die potentiell unter § 2b VermAnlG oder § 2c VermAnlG hätten fallen können.¹

Um von den Befreiungen in § 2b VermAnlG Gebrauch machen zu können, gibt es außerdem Anforderungen im Hinblick auf die Bilanzsumme und den Umsatz der Emittentin. Bei einigen Emittentinnen konnte die Bilanzsumme und/oder der Umsatz in den zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag jedoch nicht genau festgestellt werden: Bei zwei Emittentinnen gab es keine Information zur Bilanzsumme und bei drei Emittentinnen waren keine Informationen zum Umsatz der Emittentin vorhanden. Insgesamt gibt es zwei Emittentinnen im sozialen Bereich, die die Anforderungen an die Umsatzhöhe (Umsatz < EUR 10 Mio.) nicht erfüllen. Bei der Interpretation der Ergebnisse ist jedoch zu berücksichtigen, dass bei einigen Emittentinnen die aktuelle Höhe des Umsatzes bzw. der Bilanzsumme – durch Betrachtung der Werte im Zeitablauf – approximiert wurde.

Abschließend lässt sich festhalten, dass erstens, von den 15 Schwarmfinanzierungen, die unter § 2a VermAnlG fallen und eine soziale Zielsetzung aufweisen könnten, keine einzige von den Befreiungen nach § 2b VermAnlG Gebrauch machen könnte. Hauptgrund ist das Überschreiten der Sollzinsanforderung. Zweitens, von den drei Schwarmfinanzierungen, die unter § 2a VermAnlG fallen und als gemeinnützig anerkannt sind, gibt es eine Finanzierung, die von den Befreiungen nach § 2c VermAnlG Gebrauch machen könnte, vorausgesetzt dass für den Vertrieb der Vermögensanlage keine erfolgsabhängige Vergütung bezahlt wird.

¹ Ein potentiell soziales Projekt emittierte eine sonstige Vermögensanlage.

4.16 Vergleich von Schwarmfinanzierungen, sozialen und gemeinnützigen Projekten

Abschließend vergleichen wir die Höhe des eingeworbenen Gesamtverkaufspreises und die Zahl der Investierenden von Schwarmfinanzierungen (§ 2a VermAnlG), sozialen Projekten (§ 2b VermAnlG) und gemeinnützigen Projekten (§ 2c VermAnlG). Bei den Schwarmfinanzierungen geben wir die Werte für die folgenden Untergruppen wieder: (i) Unternehmensfinanzierung, (ii) Immobilienfinanzierung, (iii) ökologische bzw. soziale Projektfinanzierung und (iv) Filmfinanzierung.¹ Separat betrachtet werden auch jene Schwarmfinanzierungen, die potentiell unter § 2b VermAnlG oder § 2c VermAnlG hätten fallen können (siehe Abschnitt 4.15).

Tabelle Tab. 16 zeigt den Mittelwert, die Standardabweichung, den Median sowie den minimalen und maximalen Wert des eingeworbenen Gesamtverkaufspreises und der Zahl der Investierenden. Selbst innerhalb eines Befreiungstatbestandes sind die Projekte sehr heterogen, was in einer hohen Standardabweichung zum Ausdruck kommt. Wir stützen uns für den Vergleich deshalb insbesondere auf die Medianwerte.

Bei den Schwarmfinanzierungen liegen die Medianwerte beim eingeworbenen Gesamtverkaufspreis von Unternehmensfinanzierungen und ökologischen/sozialen Projektfinanzierungen mit 100.000 EUR (N = 408) und 159.550 EUR (N = 124) im Vergleich nicht weit auseinander. Die Immobilienfinanzierungen sind mit 1.394.500 EUR (N = 192) deutlich größer.

Die sozialen Projekte (§ 2b VermAnlG) liegen mit einem Median von 142.500 EUR (N = 48) näher an den Unternehmensfinanzierungen und den ökologischen/sozialen Projektfinanzierungen als an den Immobilienfinanzierungen. Der Mittelwert bei den sozialen Projekten zeigt jedoch, dass in diesem Bereich auch einige sehr große Projekte finanziert wurden. Dies ist auf die Wohnungsbaugenossenschaften zurückzuführen, die potentiell einen hohen Finanzierungsbedarf für ihre Bauprojekte aufweisen. Der hohe Finanzierungsbedarf lässt sich auch am maximalen Wert ablesen.

Im Gegensatz zur vorangegangenen Studie aus dem Jahr 2016, fällt der eingeworbene Gesamtverkaufspreis (Median) bei gemeinnützigen Projekten im Vergleich zu den sozialen Projekten höher aus. Im sozialen Bereich variiert der Gesamtverkaufspreis zwischen den einzelnen Projekten jedoch viel stärker als im gemeinnützigen Bereich.

Vergleicht man soziale Projekte die sich über Crowdfunding-Plattformen finanzieren („Potentiell soziale Projekte“) mit jenen die sich nicht über Plattformen finanzieren („§ 2b: Soziale Projekte“) zeigt sich, dass der Gesamtverkaufspreis der Vermögensanlage deutlich weniger Schwankungen unterliegt, wenn die Finanzierung über Crowdfunding-Plattformen erfolgt. Dies gilt

¹ Zu beachten ist, dass in der Kategorie „Filmfinanzierung“ lediglich eine Beobachtung vorliegt; von einem Vergleich mit den anderen Kategorien wird deshalb abgesehen.

auch für Projekte im gemeinnützigen Bereich (Vergleich „Potentiell gemeinnützige Projekte“ und „§ 2c: Gem. Projekte“). Sowohl im sozialen als auch im gemeinnützigen Bereich ist der maximale Gesamtverkaufspreis deutlich niedriger, wenn die Finanzierung über eine Plattform erfolgt.

Auch ein Vergleich der Zahl der Investierenden offenbart große Unterschiede innerhalb der einzelnen Gruppen. Bei den Schwarmfinanzierungen ist die durchschnittliche Zahl der Investierenden bei den Immobilienfinanzierungen am höchsten¹, gefolgt von Unternehmensfinanzierungen und ökologischen/sozialen Projektfinanzierungen. Vor allem im Bereich der Unternehmensfinanzierung gibt es Projekte mit sehr wenigen Investierenden (Min = 3); gleichzeitig gibt es Projekte mit sehr vielen Investierenden (Max = 1.982).

Bei den sozialen und gemeinnützigen Projekten gibt es Projekte mit einem sehr kleinen Kreis an Investierenden. Die Zahl der Investierenden ist bei den gemeinnützigen Projekten allgemein kleiner als bei sozialen Projekten.

Bemerkenswert ist auch der Unterschied zwischen sozialen Projekten, die sich über Crowdfunding-Plattformen finanzieren („Potentiell soziale Projekte“), und solchen, die sich nicht über Plattformen finanzieren („§ 2b: Soziale Projekte“). Soziale Projekte, die sich über Crowdfunding-Plattformen finanzieren, verzeichnen mindestens 48 Investierende und maximal 203. Im Gegensatz dazu ist diese Spanne – zwischen vier und 1.500 Investierenden – bei sozialen Projekten, die sich nicht über solche Plattformen finanzieren, deutlich größer. Dies gilt im gemeinnützigen Bereich ebenso.

¹ Mit Ausnahme der Filmfinanzierung.

Tab. 16: Vergleich Emissionen §§ 2a, b und c VermAnlG

	§ 2a: Schwarmfinanzierung					§ 2b: Soziale Projekte	§ 2c: Gem. Projekte
	Unternehmen	Immobilien	Öko/Sozial	Film	Potentiell soziale Projekte ¹		
Eingeworbener Gesamtverkaufspreis							
Mittelwert (in EUR)	291.635	1.155.182	230.103	403.505	424.900	50.213	447.107
Standardabweichung (in EUR)	432.765	473.479	376.959	-	447.974	30.471	751.174
Median (in EUR)	100.000	1.394.500	159.550	403.505	200.000	56.180	210.000
Min (in EUR)	4.527	80.600	1.026	403.505	40.000	17.200	25.000
Max (in EUR)	4.818.000	10.000.000	1.500.000	403.505	1.360.000	77.260	3.000.000
N = Anzahl berücksich- tigter Emissionen	408	192	124	1	15	3	15
Zahl der Investierenden							
Mittelwert	326	343	192	748	145	158	198
Standardabweichung	293	280	107	-	85	133	278
Median	193	291	174	748	184	119	140
Min	3	49	13	748	48	49	4
Max	1.982	1.679	660	748	203	307	1.500
N = Anzahl berücksich- tigter Emissionen	348	35	74	1	3	3	43

¹ Für detaillierte Erläuterungen siehe Abschnitt 4.15.

Literaturverzeichnis

- Becht, M., Mayer, C. & Wagner, H.F. (2008). Where do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), S. 241-256.
- Braun, R., Eidenmüller, H., Engert, A. & Hornuf, L. (2013). Unternehmensgründungen unter dem Einfluss des Wettbewerbs der Gesellschaftsrechte. *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 177(1), S. 131-148.
- Bettervest (2015). *Werde ein Teil von bettervest*. Abgerufen am 13.09.2018 von <https://www.bettervest.com/en/projekt/eigenfunding>.
- Buck-Heeb, P. (2015). Das Kleinanlegerschutzgesetz. *Neue Juristische Wochenschrift*, 35/2015, S. 2535-2541.
- Cassar, G. (2004). The Financing of Business Start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19(2), S. 261-283.
- Carpenter, R.E. & Petersen, B.C. (2002). Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? *The Review of Economics and Statistics*, 84(2), S. 298-309.
- Colombo, M.G. & Shafi, K. (2016). When Does Reward-Based Crowdfunding Help Firms Obtain External Financing? *SSRN Working Paper*, No. 2785538. Verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2785538> [11.07.2016].
- Companisto (2012). *Companisto 1*. Abgerufen am 13.09.2018 von <https://www.companisto.com/de/investment/companisto%201>.
- Companisto (2015). www.companisto.de. Abgerufen am 04.07.2018 von www.companisto.de: <https://www.companisto.com/de/how-it-works>.
- Dorflleitner, G., Hornuf, L. & Weber, M. (2018). Paralyzed by Shock and Confused by Glut: The Portfolio Formation Behavior of Peer-to-Business Lending Investors. CESifo Working Paper No. 7092. Verfügbar unter: https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp7092.pdf
- Grüner, H.P. & Siemroth, C. (2018). Crowdfunding, Efficiency, and Inequality. *Journal of the European Economic Association*, im Erscheinen.
- Hainz, C., Hornuf, L., & Klöhn, L. (2016). *Praxiserfahrungen mit den durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in § 2a bis §2c Vermögensanlagen-gesetz*. Verfügbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Cotent/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/2017-02-16-Gutachten-Langfassung.pdf?__blob=publicationFile&v=3 [09.07.2018].

- Hirte, H. & Möllers, M.J. (2014). *Kölner Kommentar zum WpHG*, 2. Auflage, Carl Heymanns Verlag, Köln.
- Hornuf, L., Schmitt, M. & Stenzhorn, E. (2018). Equity Crowdfunding in Germany and the UK: Follow-up Funding and Firm Failure. *Corporate Governance: An International Review*, 26, S. 313-354.
- Hornuf, L. & Schwienbacher, A. (2017). Should Securities Regulation Promote Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, 49(3), S. 579-593.
- Hornuf, L. & Schwienbacher, A. (2018). Internet-Based Entrepreneurial Finance: Lessons from Germany. *California Management Review*, 60(2), S. 150-175.
- Klöhn, L. (2017). Erfüllte Versprechen? Die Regulierung des Crowdinvesting-Marktes zum Ende der 18. Legislaturperiode. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, S. 2125-2133.
- Klöhn, L. (2018). Die neue Prospektfreiheit „kleiner“ Wertpapieremissionen unter 8 Mio. €. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, S. 1713-1721.
- Klöhn, L. & Hornuf, L. (2012). Crowdinvesting in Deutschland – Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 24(4), S. 237-266.
- Klöhn, L., Hornuf, L. & Schilling, T. (2016). Crowdinvesting-Verträge - Inhalt, Entwicklung und praktische Bedeutung. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 27(3), S. 142-178.
- Meinstartup.com (2012). *Mit gutem Beispiel voran: Gründerplus startet als Crowd für die Crowd*. Abgerufen am 13.09.2018 von <https://www.meinstartup.com/mit-gutem-beispiel-voranguenderplus-startet-als-crowd-fuer-die-crowd/>.
- Schäfer, F.A. (2016). § 1 Rn. 47. In: Boos, K., Fischer, R., Schulte-Mattler, H. (Hrsg.): *Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften*, 5. Auflage, C.H. Beck Verlag, München.
- Seedmatch (2014a). *www.seedmatch.de*. Abgerufen am 04.07.2018 von [www.seedmatch.de: http://www.seedmatch.de/system/files/campaign/seedmatch_in_zahlen_q4_2014.pdf](http://www.seedmatch.de/system/files/campaign/seedmatch_in_zahlen_q4_2014.pdf).
- Seedmatch (2014b). *www.seedmatch.de*. Abgerufen am 04.07.2018 von [www.abvg.de: http://www.abvg.de/uploads/2/6/9/2/26921300/20141202_seedmatch_vortrag_abv_gottingen.pdf](http://www.abvg.de/uploads/2/6/9/2/26921300/20141202_seedmatch_vortrag_abv_gottingen.pdf).
- Werner, H.S. (2004). *Mit Mezzanine-Finanzierung die Eigenkapitalquote erhöhen*, 1. Auflage, Bank-Verlag, Köln.
- Zwissler, T. (2013). § 8 Rn. 11, *Prospekt für Vermögensanlagen und Vermögensanlagen-Informationenblatt*. In: Habersack, M., Mülbart, P., Schlitt, M. (Hrsg.): *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, 2. Auflage, C.H. Beck Verlag, München, S. 159-197.

Anhang

Abb. 65: Befragungsanschreiben



25.06.2018

Studie zu Auswirkungen des Kleinanlegerschutzgesetzes im Auftrag des Bundesfinanzministeriums

Sehr geehrte Damen und Herren,

das ifo Institut untersucht gemeinsam mit Forschern der Uni Bremen im Auftrag des Bundesfinanzministeriums die Auswirkungen des Kleinanlegerschutzgesetzes. Das 2015 in Kraft getretene Gesetz soll AnlegerInnen schützen, indem es u.a. stärkere Veröffentlichungspflichten für bestimmte Anlageprodukte einführt. Es gibt jedoch Befreiungsvorschriften um **bürgerschaftliches Engagement** nicht zu erschweren.

Unser Ziel ist es, **Projekte zu identifizieren, die potentiell unter die Befreiungsvorschriften für gemeinnützige und soziale Projekte sowie Religionsgemeinschaften fallen könnten** (§ 2b und c Vermögensanlagegesetz). Aufgrund Ihrer Zielsetzung und / oder Ihrer Organisationsform könnten Sie bei Ausgabe einer Vermögensanlage unter die Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes fallen. Unabhängig davon, ob Ihr Projekt unter das Kleinanlegerschutzgesetz fällt oder nicht, ist Ihre Antwort für uns von hoher Relevanz, da wir ein umfassendes Bild der Finanzierung bürgerschaftlichen Engagements in Deutschland erstellen möchten.

Eine Mitwirkung von Ihrer Seite dürfte auch in Ihrem Interesse liegen, da Sie so indirekt die Möglichkeit haben, **Ihre Position zum Kleinanlegerschutzgesetz** gegenüber dem Bundesfinanzministerium zum Ausdruck zu bringen. Gleichzeitig ermöglicht uns Ihre Antwort aufzuzeigen, wie relevant alternative Finanzierungformen für soziale und gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften sind. Daher würden wir uns sehr über Ihre Teilnahme freuen.

Im Anhang finden Sie den Fragebogen, mit dem die Studie durchgeführt wird. Sie würden uns sehr helfen, wenn Sie diesen Fragebogen ausfüllen und an Kleinanlegerschutzgesetz@ifo.de zurücksenden.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung. Wir möchten uns schon jetzt sehr herzlich für Ihre Unterstützung bedanken.

Mit freundlichen Grüßen

Christa Hainz und Maria Hofbauer Pérez

ifo Institut

ifo Zentrum für Internationalen Institutionenvergleich und Migrationsforschung

ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V.

Poschingerstr. 5
81679 München

T: +49 (0)89 9224-1237
F: +49 (0)89 907795-1237

hainz@ifo.de
hofbauer-perez@ifo.de
www.cesifo-group.de

Vorstand:
Präsident: Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest
Dr. Stephanie Dittmer

Vorsitzender des Kuratoriums:
Dr. Peter-Alexander Wacker

Bankverbindung:
HypoVereinsbank München
IBAN: DE02 7002 0270 4410 1011 28
BIC: HYVEDEMM

USt-Nr. DE129516729
Steuer-Nr. 143/217/10159
Vereinsregister München 4419
Zertifiziert nach DIN EN ISO 9001

Abb. 66: Fragebogen der Befragung zur Praxiserfahrung mit den Befreiungsvorschriften des KASG



Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
an der Universität München e.V.

Befragung zur Praxiserfahrung mit den Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes

Bitte senden Sie den ausgefüllten Fragebogen bis zum **20.07.2018** an uns zurück.

ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.
Dr. Christa Hainz/ Maria Hofbauer Pérez
Poschingerstraße 5
81679 München

Telefon: 089 9224 1237
E-Mail: Hainz@ifo.de
Hofbauer-Perez@ifo.de
kleinanlegerschutzgesetz@ifo.de

Ihre Angaben werden **streng vertraulich** behandelt. Der gesetzliche Datenschutz ist voll gewährleistet. Weitere Informationen zum Thema Datenschutz finden Sie auf der letzten Seite des Fragebogens. Mit der Rücksendung des Fragebogens erklären Sie Ihr Einverständnis mit der Datenverarbeitung.

HINTERGRUND

Das Vermögensanlagegesetz regelt die Pflichten der Organisationen und Unternehmen, die Vermögensanlagen öffentlich anbieten. Das Kleinanlegerschutzgesetz, das im Juli 2015 Teil des Vermögensanlagegesetzes wurde, berücksichtigt erstmals auch Vermögensanlagen, die vorher keiner staatlichen Regulierung unterlagen. Unter gewissen Bedingungen entfällt jedoch für Vermögensanlagen zur Finanzierung von gemeinnützigen oder sozialen Projekten die Regulierung. Ebenso verhält es sich mit Vermögensanlagen, die von kirchlichen Gemeinschaften oder Religionsgemeinschaften ausgegeben werden. Unsere Untersuchung konzentriert sich auf Vermögensanlagen, die unter diese Befreiungsvorschriften (§§ 2b und 2c Vermögensanlagegesetz) fallen könnten.

BEGRIFFSKLÄRUNG

Wir nutzen in diesem Fragebogen den Begriff **Finanzierungsinstrument** zur Beschreibung der Art der Vermögensanlage (z.B. stille Beteiligung, Nachrangdarlehen), die den Anlegern angeboten werden. Als **Finanzierungsform** bezeichnen wir die Form der Kapitalbeschaffung (z.B. Ausgabe von Vermögensanlagen, Aufnahme von Bankkrediten oder Akquisition von Spenden). Bitte beziehen Sie sich bei der Beantwortung der Fragen auf Projekte, die **ab dem Jahr 2012 bis heute** durchgeführt wurden. Falls Sie in diesem Zeitraum mehr als ein Projekt durchgeführt haben, füllen Sie den Fragebogen bitte für das zuletzt durchgeführte Projekt aus.

1 ANGABEN ZU IHRER ORGANISATION

a) Name der ausgebenden Organisation:

b) Organisationsform/Rechtsform:

i) Ist Ihre Organisation als gemeinnützige Körperschaft anerkannt?

Ja Nein

ii) Ist Ihre Organisation eine inländische Kirche oder Religionsgemeinschaft, die in der Rechtsform einer Körperschaft des öffentlichen Rechts verfasst ist?

Ja Nein

c) Wann wurde Ihre Organisation gegründet?

d) Was ist das Ziel Ihrer Organisation?

e) Wer ist der größte Eigentümer Ihrer Organisation?

f) Wie groß ist Ihre Organisation?

Umsatz in €: Bilanzsumme in €: Mitarbeiterzahl:

2 ANGABEN ZUM FINANZIERTEN PROJEKT

a) Welches Projekt haben Sie mit der Vermögensanlage finanziert?

b) Wann war Projektbeginn?

Monat: _____ Jahr: _____

c) Wie hoch war die Gesamtinvestitionssumme des Projekts?

in €: _____

d) Welcher Anteil (in Prozent) der Gesamtinvestitionssumme wurde über die Vermögensanlage finanziert?

e) Welche anderen Finanzierungsformen wurden zur Realisation des Projekts verwendet?

Spenden Kredite

Sonstiges, bitte spezifizieren:

3 ANGABEN ZUR VERMÖGENSANLAGE

a) Wie hoch war der Gesamtverkaufspreis aller Anteile der Vermögensanlage zur Finanzierung des Projekts?

b) In wie vielen Finanzierungsrunden wurde das Projekt finanziert?

1 → weiter mit d)

3

2

mehr als 3

Falls das Projekt in mehr als einer Finanzierungsrunde finanziert wurde, füllen Sie bitte Abschnitt „3. Angaben zur Vermögensanlage“ für die zuletzt durchgeführte Finanzierungsrunde aus.

c) Wie hoch war der Gesamtverkaufspreis aller Anteile der Vermögensanlage in der zuletzt durchgeführten Finanzierungsrunde?

d) Welches Finanzierungsinstrument wurde gewählt?

Stille Beteiligung

Nachrangdarlehen (ohne partiarisches Element)

Anteil, der Beteiligung am Unternehmen gewährt

Genussrecht

Anteil an einem Treuhandvermögen

Namensschuldverschreibung

Partiarisches Darlehen mit Nachrang

Anteil an Genossenschaft

Partiarisches Darlehen ohne Nachrang

Sonstige Anlage (bitte spezifizieren):

e) Wurde für die Vermögensanlage ein Zinssatz vereinbart?

Ja. Wie hoch war der vereinbarte Sollzinssatz?

Nein

f) Wie lang war die Laufzeit der Vermögensanlage?

g) Wann wurde die Vermögensanlage erstmals ausgegeben?

Monat: Jahr:

h) Wurde für die Vermögensanlage ein Wertpapierprospekt aufgelegt?

Ja Nein

i) Wurde für die Vermögensanlage ein Vermögensinformationsblatt (VIB) erstellt?

Ja Nein

j) Über welche Kanäle wurde die Vermögensanlage vertrieben?

k) Wurde für den Vertrieb eine Vergütung bezahlt?

Ja. War diese abhängig vom Erfolg? Ja Nein
 Nein

l) Wie viele Käufer haben in die Vermögensanlage investiert?

m) Auf welche Art und Weise sind die Investoren mit dem Projekt verbunden?

n) Waren unter den Investoren Kapitalgesellschaften?

Ja. In welchem Umfang (in Prozent des Gesamtverkaufspreises der Vermögensanlage) haben Kapitalgesellschaften investiert?
 Nein

o) Wie hoch sind die einzelnen Beteiligungen?

Niedrigste Beteiligung: _____

Höchste Beteiligung: _____

Durchschnittliche Beteiligung: _____

p) Hat die Vermögensanlage Besonderheiten aufzuweisen?

Nein

Ja, welche? _____

q) Haben die Investoren von Ihrem Widerrufsrecht Gebrauch gemacht?

Ja Nein

r) Verläuft die Rückzahlung bisher planmäßig?

Ja

Nein, wo liegen die Unregelmäßigkeiten? _____

s) Wie hoch war der Gesamtverkaufspreis aller von der Organisation angebotenen Vermögensanlagen (d.h. nicht nur für dieses Projekt)?

t) Wie sieht die Finanzierungsstruktur Ihrer Organisation insgesamt aus? (Angaben in Prozent der Bilanzsumme)

Eigenkapital: _____

Fremdkapital: _____

Bankkredit: _____

u) Haben Sie sich im Vorfeld über die gesetzlichen Regelungen über Ausgabe von Vermögensanlagen professionell beraten lassen (z.B. durch einen Anwalt/ eine Anwältin)?

Ja

Nein

4 ALLGEMEINE FRAGEN ZUR FINANZIERUNG

Im Folgenden möchten wir Sie bitten, sich die angegebenen Aussagen genau durchzulesen und entsprechend der Skala zu bewerten. Dabei geht die Skala von „Stimme gar nicht zu“ auf der linken Seite bis zu „Stimme voll zu“ auf der rechten Seite. Ist die Frage nicht relevant oder nicht anwendbar, kreuzen Sie bitte „nicht relevant an“.

Aussage	Stimme gar nicht zu					Stimme voll zu	Nicht relevant
Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete <u>Finanzierungsform</u> .	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die gewählte Finanzierungsform erspart uns langwierige Verhandlungen mit Banken.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Wir haben den Aufwand für die Mittelbeschaffung durch die von uns gewählte Finanzierungsform richtig eingeschätzt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Das gewählte Finanzierungsinstrument (Nachrangdarlehen etc.) war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektpflicht unterliegt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil Investoren keine Mitspracherechte besitzen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument aus steuerlichen Gründen gewählt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Banken wären sicherlich bereit gewesen, dieses Projekt zu finanzieren.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

PLATZ FÜR IHRE KOMMENTARE

Bitte nennen Sie uns für eventuelle Rückfragen noch:

Name: _____

Telefon: _____

E-Mail: _____

Adresse: _____