

Praxiserfahrungen mit den durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in § 2a bis §2c Vermögensanlagengesetz

Abschlussbericht
im Auftrag des
Bundesministerium der Finanzen
28. Oktober 2016

ifo Institut
ifo Zentrum für Internationalen Institutionenvergleich
und Migrationsforschung
Dr. Christa Hainz
Poschingerstraße 5
81679 München
Telefon: +49-89-9224-1237
E-Mail: hainz@ifo.de

Universität Trier
Jun.-Prof. Dr. Lars Hornuf, M.A. (Essex)
Behringstraße 21
54296 Trier
Telefon: +49-651-201-4744
E-Mail: hornuf@uni-trier.de

Humboldt-Universität zu Berlin
Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard)
Juristische Fakultät
Unter den Linden 6
10099 Berlin
Telefon: +49-30-2093-3398
E-Mail: lars.kloehn@rewi.hu-berlin.de

erstellt unter Mitarbeit von
Björn Brauer, Felix Ehrenfried und Gerrit Engelmann

Die Autoren

Björn Brauer ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand an der Humboldt-Universität zu Berlin. Er hat sein erstes juristisches Staatsexamen an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster abgeschlossen und danach in einer international ausgerichteten Rechtsanwaltskanzlei im Bereich Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht gearbeitet. Seine Forschungsschwerpunkte umfassen juristische Fragestellungen zu Unternehmensfinanzierungen, insbesondere in Bezug auf alternative Finanzierungsformen für Start-ups.

Felix Ehrenfried ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am Lehrstuhl für Finanzwissenschaft der LMU München. Zuvor schloss er mit einem Master in Quantitative Economics an der Universität Konstanz und einem Master in Applied Economics and Data Analysis an der University of Essex sein volkswirtschaftliches Studium ab. Daneben ist er für unterschiedliche Wirtschaftsmedien, wie die Wirtschaftswoche, als freier Autor tätig. Ehrenfrieds Forschungsgebiet umfasst neben Fragestellungen im Bereich Law and Finance aktuelle Themen im Bereich der Arbeitsmarktpolitik.

Gerrit Engemann, M.Sc., hat im Juli 2016 seinen Master of Science (Psychologie) an der Universität Trier abgeschlossen. Er promoviert seit Oktober 2016 in der Abteilung der Arbeits-, Betriebs- und Organisationspsychologie an der Universität Trier. Seit Februar 2015 arbeitet er bei Jun.-Prof. Dr. Lars Hornuf als wissenschaftliche Hilfskraft und unterstützt ihn dabei, die Crowdfunding-Datenbank auf dem aktuellen Stand zu halten.

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.

Jun.-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 Law School, 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. Seine Forschungsschwerpunkte umfassen unter anderem FinTechs, Law and Finance, Fraud und Behavioural Science.

Prof. Dr. Lars Klöhn hat Rechtswissenschaften in Göttingen und Cambridge, MA (USA) studiert und in Hamburg Referendariat gemacht. Die Promotion und Habilitation erfolgten in Göttingen. Nach Stationen in Marburg und der LMU München lehrt er seit dem Sommersemester 2016 an der Humboldt-Universität zu Berlin. Seine Forschungsschwerpunkte umfassen das Bürgerliche Recht, das Gesellschafts- und das Bank- und Kapitalmarktrecht.

Inhaltsverzeichnis

1. Das Kleinanlegerschutzgesetz.....	8
2. § 2a VermAnlG: Befreiungen für Schwarmfinanzierungen	13
2.1. Methodische Herangehensweise.....	13
2.2. Entwicklung des Crowdfunding-Marktes.....	14
2.3. Anzahl der Schwarmfinanzierungen mit bzw. ohne Prospekt.....	21
2.4. Ausfälle bei Schwarmfinanzierungen.....	23
2.5. Durch Schwarmfinanzierung eingeworbener Gesamtverkaufspreis je Emittentin.....	25
2.6. Bei Schwarmfinanzierungen genutzte Vermögensanlagen	29
2.7. Schwarmfinanzierungen außerhalb des Anwendungsbereichs des VermAnlG über die Emission von Wertpapieren.....	36
2.8. Eigenschaften der Anlegerinnen und Anleger bei Schwarmfinanzierungen	37
2.9. Anlagebeträge bei Schwarmfinanzierungen	44
2.10. Marktkonsolidierung.....	48
2.11. Ausländische Crowdfunding-Plattformen	49
3. §§ 2b, 2c VermAnlG: Befreiungen für soziale Projekte sowie für gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften	51
3.1. Methodische Herangehensweise.....	51
3.2. Datenerhebung und Datensatz	53
3.3. Anzahl der Projekte mit bzw. ohne Prospekt.....	57
3.4. Planmäßiger Verlauf der Rückzahlung.....	57
3.5. Verkaufspreise der Vermögensanlage	58
3.6. Vereinbarte Sollzinssätze.....	60
3.7. Ziele der Emittentinnen.....	63
3.8. Organisationsform der Emittentinnen.....	64
3.9. Erfüllung der Befreiungstatbestände.....	65
3.10. Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme und Anteil der Vermögensanlagen.....	68
3.11. Verwendete Vermögensanlagen	69
3.12. Mittelaufnahme in Relation zur Bilanzsumme und Umsatz für soziale Projekte.....	71
3.13. Perzeptionsfragen.....	71
3.13.1. Überblick.....	71
3.13.2. Vergleich: Soziale und gemeinnützige Projekte	74
3.13.3. Vergleich einzelner Perzeptionsfragen.....	76
3.14. Vergleich von Schwarmfinanzierungen, sozialen und gemeinnützigen Projekten.....	90
4. Expertengespräche	93

4.1. Methodik	93
4.2. Feststellungen	96
4.2.1. § 2b VermAnlG	96
4.2.1.2. Hinterlegungspflicht des VIB bei der BaFin.....	98
4.2.2. § 2c VermAnlG	99
4.2.2.1. Feststellungen der Expertinnen und Experten zu § 2c VermAnlG	99
4.2.2.3. Hinterlegungspflicht des VIB bei der BaFin.....	100
Literatur.....	101
Anhang.....	103

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Anzahl erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen sowie tatsächlich erreichtes Emissionsvolumen vom 1.8.2011 bis 1.6.2016 (N = 405)	15
Abb. 2: Anzahl der angebotenen Emissionen pro Quartal (N = 351)	16
Abb. 3: Anzahl der erfolgreichen Emissionen pro Quartal (N = 277)	17
Abb. 4: Entwicklung des Crowdfunding-Marktes pro Quartal in Mio. EUR (N=277)	17
Abb. 5: Alter der Emittentinnen zu Beginn der Finanzierungsphase, kumulative Häufigkeiten (N = 327)	18
Abb. 6: Aktive Crowdfunding-Portale in Deutschland.....	19
Abb. 7: Häufigkeit der Branchen nach erfolgreich (N = 318) und nicht erfolgreich (N = 71) finanzierten Emissionen	20
Abb. 8: Eingesammeltes Volumen je Branche der erfolgreichen Emittentinnen (N = 318)....	21
Abb. 9: Emissionen mit und ohne Prospekt (N = 405)	22
Abb. 10: Anzahl der bis zum 1.6.2016 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt im Zeitraum vom 1.8.2011 bis 1.6.2016 (N = 318)....	24
Abb. 11: Anzahl der bis zum 1.6.2016 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt elf Monate vor Inkrafttreten des KASG (N=55)	25
Abb. 12: Anzahl der bis zum 1.6.2016 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt elf Monate nach Inkrafttreten des KASG (N=40)	25
Abb. 13: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 318) sowie der Anteil am Gesamtmarktvolumen (110 Mio. EUR) im Zeitraum vom 1.8.2011 bis 1.6.2016	27
Abb. 14: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 55) sowie der Anteil am Gesamtmarktvolumen (31 Mio. EUR) bis elf Monate vor Inkrafttreten des KASG	28
Abb. 15: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 40) sowie der Anteil am Gesamtmarktvolumen (24 Mio. EUR) elf Monate nach Inkrafttreten des KASG.....	29
Abb. 16: Anzahl der angebotenen Vermögensanlagen pro Quartal (N=351)	30
Abb. 17: Angebotene Vermögensanlagen (N=405)	31
Abb. 18: Prozentualer Anteil der Anzahl der angebotenen Vermögensanlagen am jeweiligen Gesamtvolumen des betreffenden Zeitraums (N=405)	32
Abb. 19: Angebotene Vermögensanlagen erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen	33
Abb. 20: Emissionsvolumen nach Vermögensanlagen erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen, gesamt sowie 11 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG	34
Abb. 21: Angebotene Vermögensanlagen bei Immobilienfinanzierungen	35
Abb. 22: Angebotene Schwarmfinanzierungen außerhalb des Anwendungsbereichs des VermAnlG über die Emission von Wertpapieren	37
Abb. 23: Eigenschaften der Anlegerinnen und Anleger auf deutschen Crowdfunding Portalen.....	38
Abb. 24: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto basierend auf Selbstangaben der Investierenden	40
Abb. 25: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto basierend auf Selbstangaben der Investierenden 11 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG.....	41

Abb. 26: Investitionsvolumen durch Kapitalgesellschaften auf der Plattform Companisto basierend auf Selbstangaben der Investierenden (Sonstige Kapitalgesellschaften: weniger als fünf Investments).....	42
Abb. 27: Häufigkeit der Investments durch Kapitalgesellschaften auf der Plattform Companisto basierend auf Selbstangaben der Investierenden (Sonstige Kapitalgesellschaften: weniger als fünf Investments)	43
Abb. 28: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfundingmarkt (n = 56.456, N = 137 Emissionen von Companisto, Innvestment, Seedmatch und United Equity)	45
Abb. 29: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfundingmarkt (bis zu elf Monate vor dem KASG; n = 12.606 Investments, N = 22 Emissionen von Companisto und Seedmatch)	46
Abb. 30: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfundingmarkt (bis zu elf Monate nach dem KASG; n = 9.129 Investments, N = 15 Emissionen von Companisto und Seedmatch)	47
Abb. 31: Anzahl der Widerrufe sowie das widerrufene Investitionsvolumen für 34 Emissionen im Zeitraum vom 1.8.2011 bis 1.6.2016 sowie 10 Emissionen 11 Monate vor und 4 Emissionen 11 Monate nach des Inkrafttretens des KASG auf der Plattform Seedmatch	48
Abb. 32: Anzahl finanziert deutscher Emittentinnen auf Crowdfunding-Plattformen in Österreich und Großbritannien bis zum 1.6.2016	50
Abb. 33: Anzahl der kontaktierten Emittentinnen zu §§ 2b - 2c VermAnlG.....	52
Abb. 34: Beantwortte Fragebögen zu §§ 2b - 2c VermAnlG.....	54
Abb. 35: Anzahl der Projekte mit und ohne Prospekt (N=43)	57
Abb. 36: Verkaufspreis für soziale Projekte (N=31).....	59
Abb. 37: Verkaufspreis für gemeinnützige Projekte (N=9)	60
Abb. 38: Sollzinssätze für soziale Projekte*	61
Abb. 39: Sollzinssätze für gemeinnützige Projekte*	62
Abb. 40: Verwendung der Vermögensanlage (N=45)	63
Abb. 41: Organisationsformen der Emittentinnen (N=45).....	65
Abb. 42: Erfüllung der Ausnahme- und Befreiungstatbestände	67
Abb. 43: Gesamtinvestitionssumme und Anteil Vermögensanlage für soziale Projekte (N=29)	68
Abb. 44: Gesamtinvestitionssumme und Anteil Vermögensanlage für gemeinnützige Projekte (N=9)	68
Abb. 45: Von sozialen Projekten ausgegebene Vermögensanlagen (N=32)	69
Abb. 46: Von gemeinnützigen Projekten ausgegebene Vermögensanlagen (N=13)	70
Abb. 47: Mittelaufnahme in Relation zu Bilanzsumme bzw. Umsatz für soziale Projekte (N=30)	71
Abb. 48. Auswertung Perzeptionsfragen (N=44).....	73
Abb. 49: Vergleich der Perzeptionsfragen zwischen gemeinnützigen und sozialen Projekten (N=44)	75
Abb. 50: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform - soziale Projekte (N=31)	76
Abb. 51: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform - gemeinnützige Projekte (N=13)	77

Abb. 52: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform - nach Vermögensanlage (N=42)	78
Abb. 53: Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen - nach Vermögensanlage (N=42)	79
Abb. 54: Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken - nach Vermögensanlage (N=41)	80
Abb. 55: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal - soziale Projekte (N=31)	81
Abb. 56: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal - gemeinnützige Projekte (N=13)	82
Abb. 57: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal – nach Vermögensanlage (N=41)	83
Abb. 58: Das gewählte Finanzierungsinstrument (Nachrangdarlehen etc.) war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument - nach Vermögensanlage (N=41)	84
Abb. 59: Perzeptionsfrage: Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektpflicht unterliegt - nach Vermögensanlage (N=41)	85
Abb. 60: Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen - nach Vermögensanlage (N=41)	86
Abb. 61: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden - soziale Projekte (N=31)	87
Abb. 62: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden - gemeinnützige Projekte (N=13)	88
Abb. 63: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden - nach Vermögensanlage (N=41)	89
Abb. 64: Vergleich Emissionen §§ 2a, b und c VermAnlG	92
Abb. 65: Kontaktierte Experten	95

1. Das Kleinanlegerschutzgesetz

Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) vom 3.7.2015 enthält 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.

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

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.

Vertrieb (Nr. 1), für Genossenschaften, die ein partiarisches Darlehen, Nachrangdarlehen oder eine sonstige Anlage ohne erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb öffentlich anbieten (Nr. 1a)⁵, 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 und Schwiembacher, 2014). Die Finanzierung durch die Crowd soll es Start-Ups erleichtern, die Finanzierungsschwierigkeiten in der frühen Phase eines Unternehmens zu überwinden (Carpenter und 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 und Shafi, 2016). 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 darf der Gesamtverkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotenen Vermögensanlagen derselben Emittentin 2,5 Mio. EUR nicht übersteigen. Ferner werden nur solche Crowdfinanzierungen gemäß § 2a VermAnlG privilegiert, die mit partiarische 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 Ausnahmegesetzvorschrift und unterliegen damit der vollen Prospektpflicht,

⁵ Neu eingeführt durch das KASG.

solange sie nicht einen Tatbestand des § 2 VermAnlG erfüllen. Außerdem muss die Crowdinvestorin oder der Crowdinvestor gemäß § 2a Abs. 3 VermAnlG eine Selbstauskunft 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 Vermögens- oder Einkommenswerte darf der Investor maximal 10.000 EUR anlegen. Diese Beschränkungen gelten jedoch nicht für Kapitalgesellschaften.

§ 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 gedacht war 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) Während der darauffolgenden Beratungen im Bundestag wurde „bei den sozialen Projekten [...] großen Wert darauf gelegt, eine Ausweitung auf sämtliche Rechtsformen zu erreichen“. 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. (BT-Drs. 18/4708, S. 57)

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 Hypothekenpfandbriefe mit gleicher Laufzeit nicht überschreiten. Die Emittentin muss auch bestimmte Bilanz- und Umsatzanforderungen erfüllen (§ 2b Abs. 2 S.1 VermAnlG).

§ 2c VermAnlG komplettiert die neu eingeführten 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 Vertrauensvorschluss 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. § 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 Vermögensanlagen-Informationsblatts (§ 13 VermAnlG). 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 Sollzinssatzes. 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.

2. § 2a VermAnlG: Befreiungen für Schwarmfinanzierungen

2.1. Methodische Herangehensweise

Grundlage der Auswertung ist die Crowdfunding-Datenbank, die die Autoren dieses Gutachtens Lars Hornuf und Lars Klöhn seit dem 1. August 2011 pflegen und aktuell halten. 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.⁶ Die Datenbank enthält u.a. detaillierte Informationen zur:

- 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 verwendeten Finanzierungsprodukten

Die ursprüngliche Datenbank beinhaltete ausschließlich Start-up-Finanzierungen. Diese wurden für die vorliegende Untersuchung um Immobilienfinanzierungen, ökologische Projektfinanzierungen und Filmfinanzierungen ergänzt, die unter die Befreiungsvorschriften in § 2a VermAnlG fallen. Im Rahmen der Auswertung werden folgende Plattformen berücksichtigt: aescuvest, Bankless24, Bergfürst, Berlin Crowd, BestBC, Bettervest, Companisto, Crowdnine, Crowdrange, die-beteiligungsplattform, DUB, Econeers, Exporo, FundedByMe, FunderNation, Fundsters, Geldwerk1, GründerPlus, Immo-Folio, Innovestment, Kapitalfreunde, Lightfin, Mashup/Conda, Mezzany, My Business Backer, Renditefokus, Seed-Experts, Seedmatch, Startkapital Online, Startnext, UnitedEquity, Unternehmerich, Venturate, Wel-

⁶ Vgl. https://www.bafin.de/DE/DatenDokumente/Datenbanken/Prospektbanken/prospektbanken_artikel.html

come Investment und Zinsland. Mangels Transparenz auf der Internetseite und unzureichender Datenverfügbarkeit kann die Plattform Deutsche Mikroinvest nicht untersucht werden.

Die vorliegende Auswertung deckt den Markt für Schwarmfinanzierungen, die unter die Befreiungsvorschriften in § 2a VermAnlG fallen, dennoch nahezu vollständig ab. Die folgenden Auswertungen beschränken sich auf den Beobachtungszeitraum vom 1.8.2011 bis 1.6.2016, d.h. es werden alle Schwarmfinanzierungen seit Beginn dieser neuen Finanzierungsform untersucht.

2.2. Entwicklung des Crowdfunding-Marktes

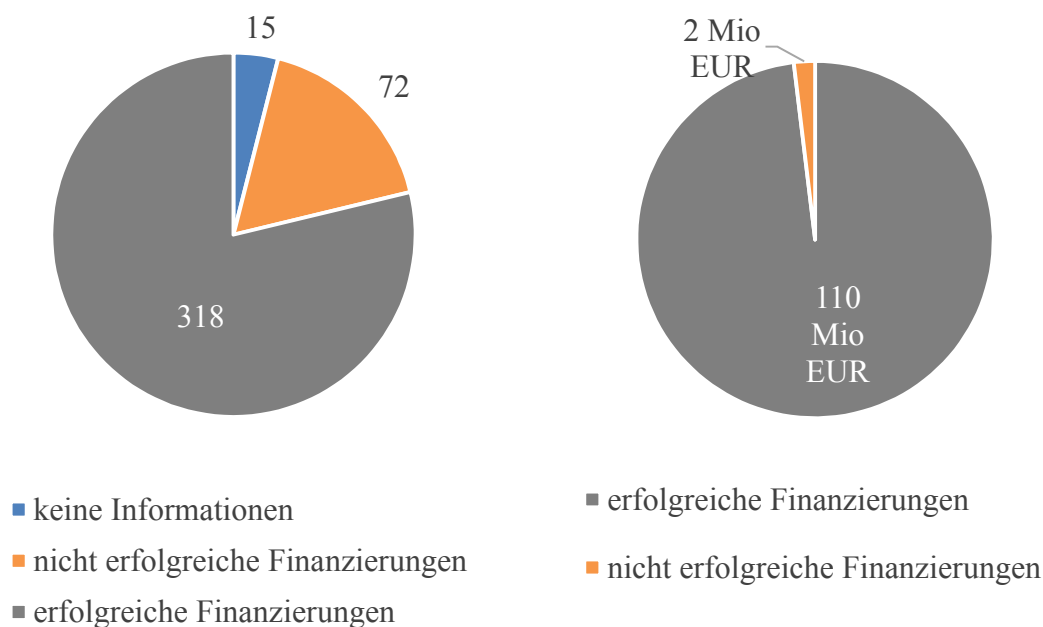
Bis zum 1.6.2016 boten deutsche Crowdfunding-Portale wie Companisto, Exporo und Seedmatch 405 Finanzierungen an, von denen 318 erfolgreich vermittelt wurden (siehe Abb. 1). Mit 238 erfolgreichen Finanzierungen fällt der Großteil der Schwarmfinanzierungen in den Bereich Unternehmensfinanzierung. Außerdem können 33 Projekte der Immobilienfinanzierung zugeordnet werden sowie 47 ökologischen und sozialen Projekten bzw. Filmfinanzierungen. Insgesamt betrug das Finanzierungsvolumen 110 Mio. EUR. Davon entfielen 66 Mio. EUR auf die Finanzierung von (Start-up-)Unternehmen, 36 Mio. EUR auf die Immobilienfinanzierung und 8 Mio. EUR auf ökologische und soziale Projekte sowie die Filmfinanzierung.

Mit einem Anteil von 58% hat die Mehrzahl der 33 erfolgreichen Immobilienfinanzierungen das Ziel, einen Neubau zu finanzieren. Bei 39% der Immobilienfinanzierungen werden Sanierungen bzw. Gebäudeaufwertungen /-modernisierung durchgeführt und lediglich eine Emittentin bot eine Grundstücksfinanzierung an. Mit einem Anteil von 79% finanzierten die meisten Emittentinnen Immobilien zur Wohnraumnutzung. Lediglich drei Emittentinnen boten Investments in Gebäude mit gleichzeitiger Wohn- und Gewerbenutzung an, zwei Emittentinnen zur alleinigen Gewerbenutzung und bei einer Emittentin handelt es sich um eine private Bildungseinrichtung⁷. Bei knapp der Hälfte der sanierten bzw. aufgewerteten Immobilien ist neuer Wohnraum auf der Grundlage bis dato ungenutzter Gewerbe- bzw. Wohnfläche ge-

⁷ Dabei handelt es sich um die HHL Leipzig Graduate School of Management, die am 31.12.2013 insgesamt 211.107 EUR auf dem Portal Fundsters einsammelte. Mit den eingeworbenen Mitteln sollen die Kosten für die Instandsetzung und Herrichtung des ehemaligen Gebäudes der Sportfakultät für den Hochschulbetrieb gedeckt werden.

schaffen worden. Zudem war knapp die Hälfte der sanierten bzw. aufgewerteten Immobilien bereits als Wohnflächen bzw. Gewerbeeinheiten vollständig bis teilweise vermietet.

Abb. 1: Anzahl erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen sowie tatsächlich erreichtes Emissionsvolumen vom 1.8.2011 bis 1.6.2016 (N = 405)

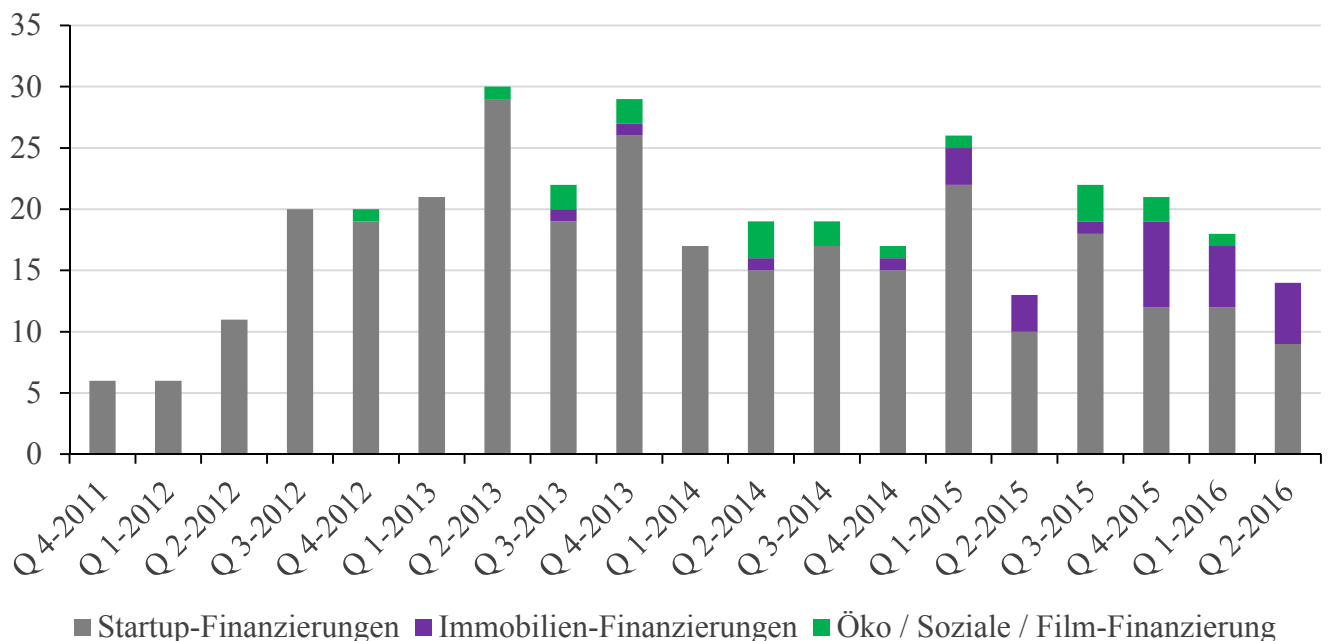


Obwohl seit dem Jahr 2011 zahlreiche neue Crowdfunding-Portale gegründet wurden, konzentrieren sich die erfolgreich finanzierten und volumenstarken Finanzierungen auf wenige Portale. Allein der Marktführer Companisto konnte über 27 Mio. EUR vermitteln. Bei Seedmatch waren es ebenfalls knapp 27 Mio. EUR. Der Immobilienfinanzierer Exporo hat seit dem Jahr 2014 bereits Finanzierungen in Höhe von 17 Mio. EUR vermittelt. In Abb. 2 wird die Anzahl der auf dem deutschen Crowdfunding-Markt angebotenen Emissionen pro Quartal abgebildet. Es werden 351 Emissionen berücksichtigt, bei denen die exakten Finanzierungszeiträume ermittelt werden konnten. Im Durchschnitt wurden pro Quartal 18 Emissionen angeboten. In Abb. 3 wird die Anzahl der erfolgreichen Emissionen pro Quartal dargestellt. Im Durchschnitt wurden 15 Emittentinnen pro Quartal finanziert. Abb. 4 gibt einen Überblick über die Emissionsvolumina der erfolgreichen Emittentinnen. Bei dieser Betrachtung bleiben 41 erfolgreiche Finanzierungen von Bettervest, DUB, Exporo und Welcome Investment unberücksichtigt, da hier das Abschlussdatum der Finanzierung nicht exakt bestimmt werden

konnte.⁸ Außerdem konnte für sechs erfolgreiche Emissionen keine Finanzierungshöhe festgestellt werden. Lässt man diese Finanzierungen außen vor, wuchs der Markt mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (2011 bis 2015) von 220%. Im Durchschnitt dauerte eine Finanzierungsphase bei erfolgreichen Emittentinnen 68 Tage. Wachstumstreiber war dabei vor allem die zunehmende Nutzung partiarischer Darlehen⁹, mit denen größere Investitionsvolumen realisiert werden konnten¹⁰, sowie die Ausweitung der Finanzierungen von Start-up-Unternehmen auf Immobilien und ökologische Projekte.

Bei der Mehrzahl der Emittentinnen handelt es sich um junge Unternehmen. Von den 405 Emittentinnen wurden 310 nach 2009 gegründet. Abb. 5 zeigt die kumulierte Häufigkeit des Alters der Emittentinnen bis zum Finanzierungsbeginn. Dabei werden insgesamt 327 Emittentinnen berücksichtigt, von denen der Beginn der Finanzierungsphase sowie das Gründungsdatum bekannt sind. Insgesamt drei Viertel der Emittentinnen waren zum Finanzierungsbeginn jünger als 3 Jahre. Bei Unternehmensfinanzierungen waren es sogar 83%.

Abb. 2: Anzahl der angebotenen Emissionen pro Quartal (N = 351)



⁸ Bei weiteren 16 Emittentinnen sind die Abschlussdaten auf der Grundlage der durchschnittlichen Finanzierungsdauer auf der jeweiligen Plattform geschätzt worden.

⁹ Vgl. Klöhn, Hornuf und Schilling (2016).

¹⁰ Vgl. Hornuf und Schwienbacher (2016).

Abb. 3: Anzahl der erfolgreichen Emissionen pro Quartal (N = 277)

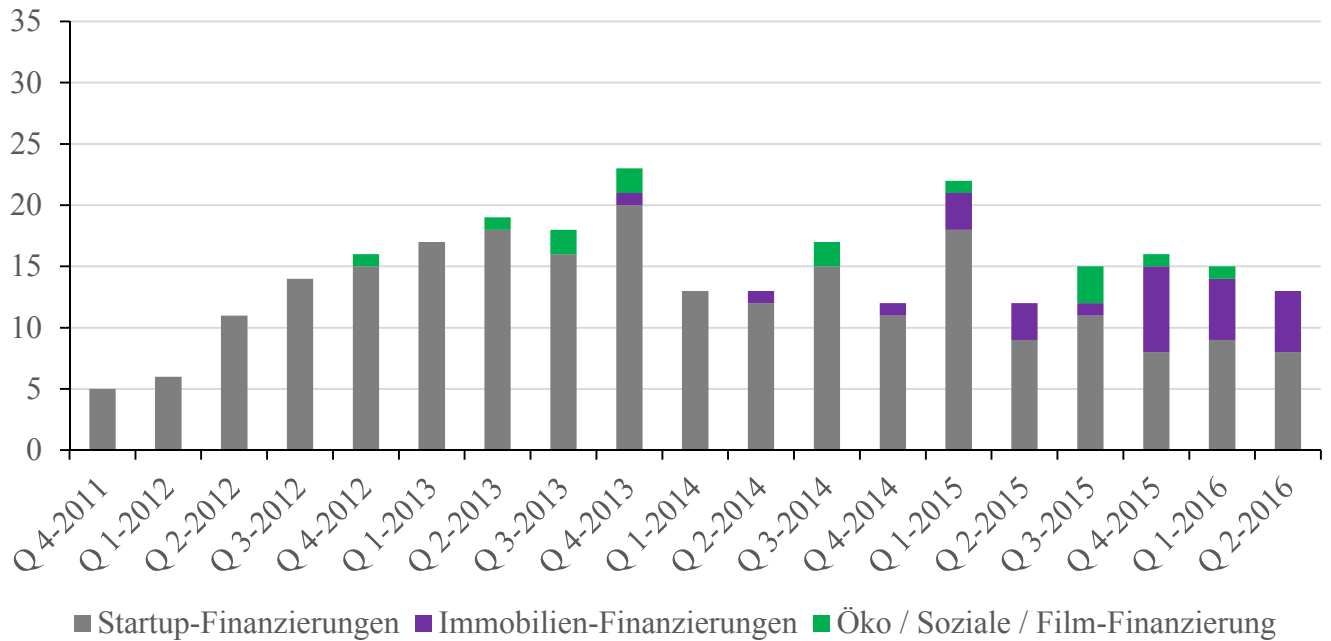


Abb. 4: Entwicklung des Crowdfunding-Marktes pro Quartal in Mio. EUR (N=277)

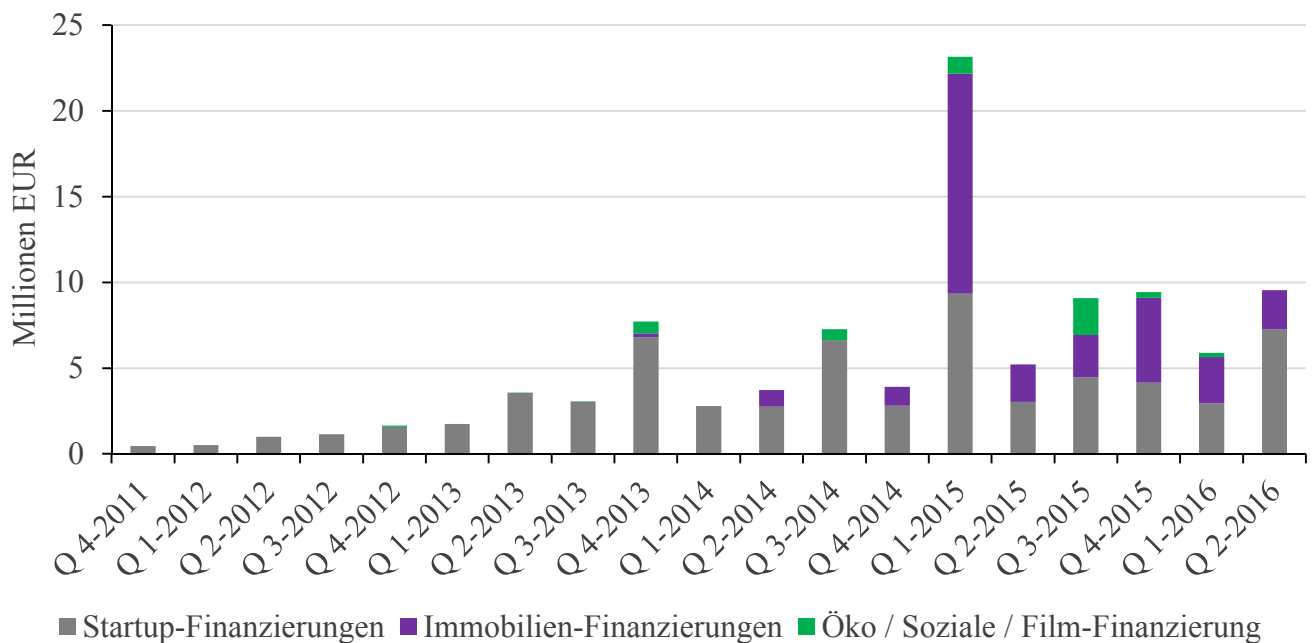
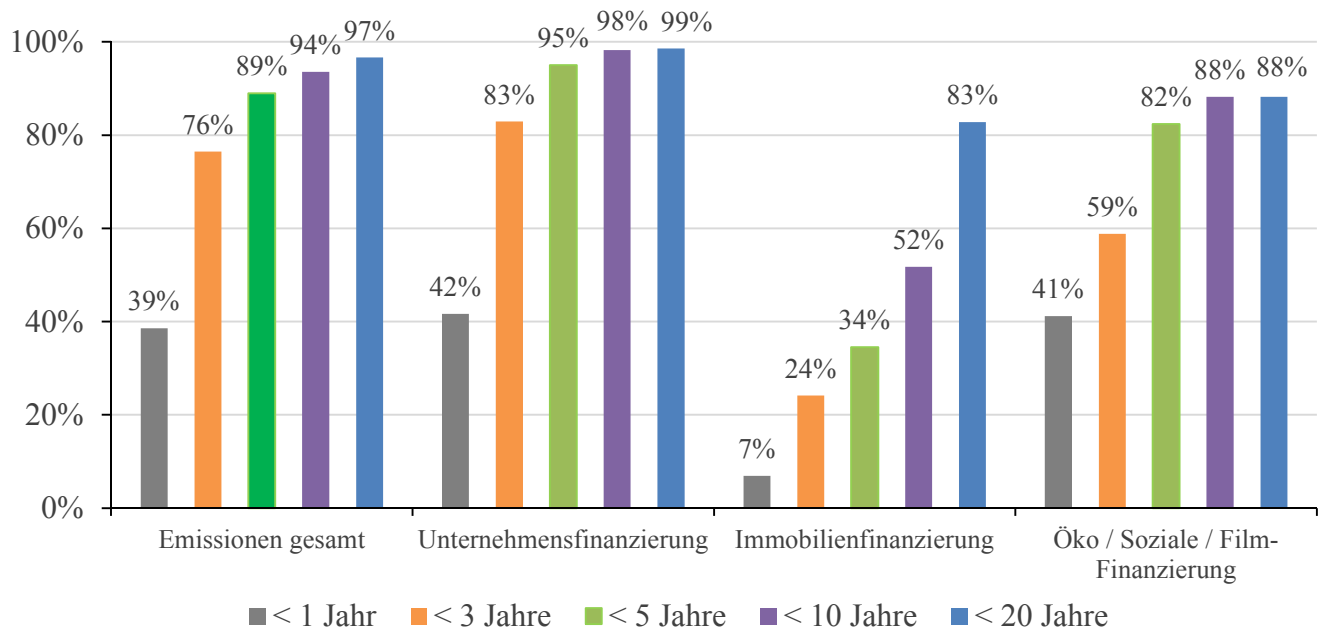


Abb. 5: Alter der Emittentinnen zu Beginn der Finanzierungsphase, kumulative Häufigkeiten (N = 327)



Bis zum 1.6.2016 haben 36 Crowdfunding-Portale am deutschen Markt Finanzierungen vermittelt. Davon waren im Jahr 2015 noch 22 Portale aktiv, das heißt, sie boten in den vergangenen 12 Monate mindestens eine Finanzierung an. Abb. 6 gibt einen Überblick über die in Deutschland aktiven Schwarmfinanzierer.

Abb. 6: Aktive Crowdfunding-Portale in Deutschland

Portale	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
aescuvest					X	
Bankless24		X	X	X	X	
Bergfürst			X	X	X	X
Berlin Crowd		X				
BestBC		X				
Companisto		X	X	X	X	X
Crowd9			X	X		
Crowdrange			X	X		
Deutsche Mikroinvest		X	X	X	X	X
die-beteiligungsplattform				X		
DUB				X		
Econeers			X	X	X	
Exporo				X	X	X
FundedByMe					X	
FunderNation				X	X	
Fundsters			X	X		
Geldwerk1					X	X
GründerPlus		X				
Immo-Folio					X	
Innovestment	X	X	X	X	X	X
Lightfin				X	X	
Mashup/Conda		X	X	X	X	X
Mezzany					X	
My Business Backer		X				
Renditefokus					X	
Seed-Experts			X			
Seedmatch	X	X	X	X	X	X
Startnext					X	
UnitedEquity		X	X			
Unternehmerich					X	
Venturate					X	
Welcome Investment				X		
Zinsland					X	X
keine bzw. unzureichende Angaben:						
Bettervest			X		X	
Kapitalfreunde			X			
Startkapital Online			X	X		

* Im Jahr 2016 bis 1.6.2016

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 im Bereich Information und Kommunikation sowie im Bereich Handel durchgeführt. Ein Großteil der finanzierten Unternehmen ein internetbasiertes Geschäftsmodell verfolgt, bei dem bestehende Offline-Vertriebskanäle, beispielsweise von Blumen oder Wein, um einen Online-Vertriebskanal ergänzt wurden. Die größten Finanzierungsvolumina wurden in den Bereichen Grundstücks- und Wohnungswesen, Information und Kommunikation sowie im Bereich Handel realisiert (siehe Abb. 8).

Abb. 7: Häufigkeit der Branchen nach erfolgreich (N = 318) und nicht erfolgreich (N = 71) finanzierten Emissionen

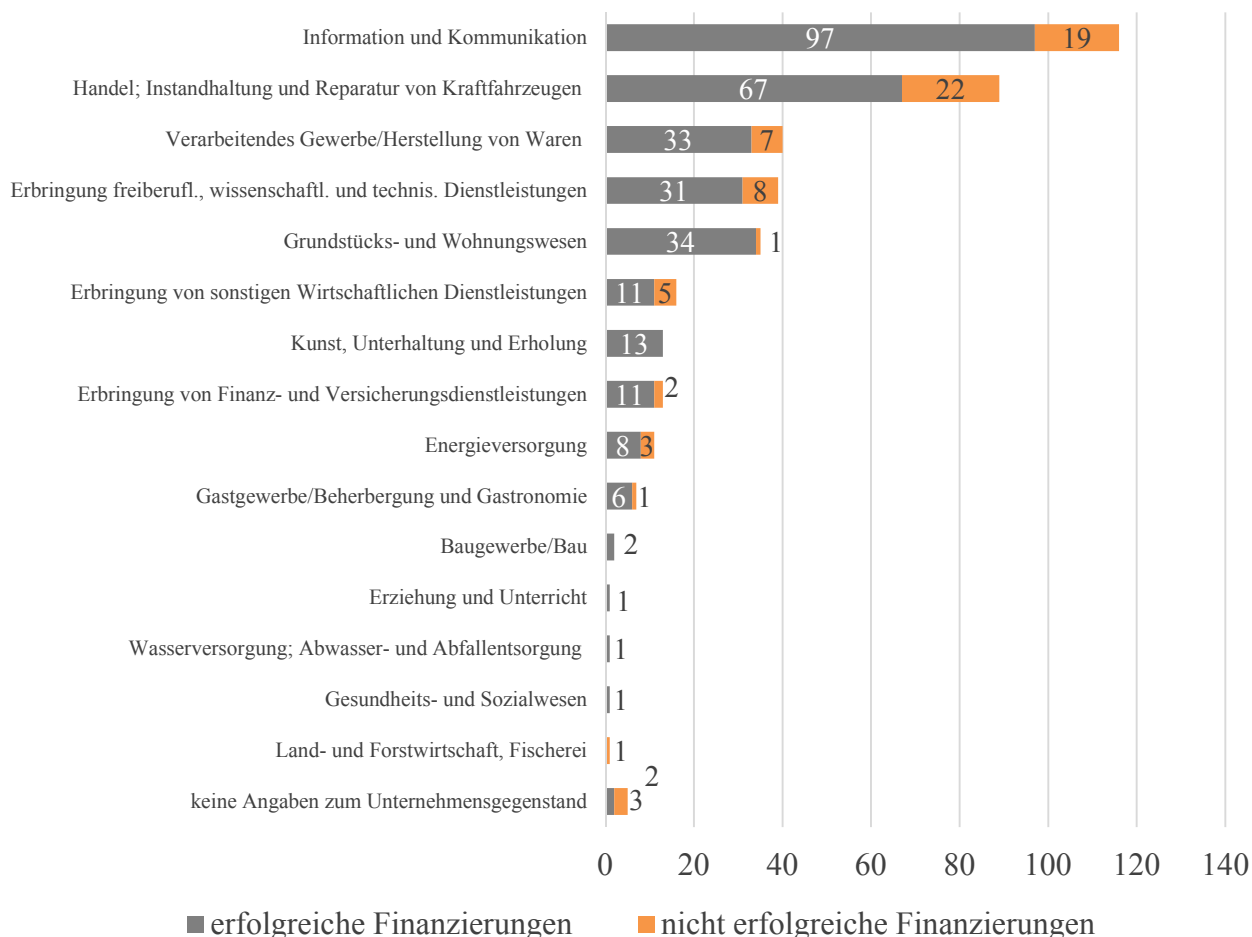


Abb. 8: Eingesammeltes Volumen je Branche der erfolgreichen Emittentinnen (N = 318)



2.3. Anzahl der Schwarmfinanzierungen mit bzw. ohne Prospekt

Im Beobachtungszeitraum wurden drei Emissionen mit einem Prospekt gemäß WpPG durchgeführt (siehe Abb. 9), es wurden also Wertpapiere, d.h. verbriefte Vermögensanlagen, angeboten. Dabei handelte es sich um die Emittentinnen: AK Immobilien Projektentwicklungs GmbH (Inhaberschuldverschreibung), FAH Grundbesitz GmbH & Co. KG (Genussschein) und Urbanara Home AG (Aktie). Eine weitere Emittentin, die Penell GmbH (Inhaberschuldverschreibung), nutzte zwar einen Prospekt, konnte sich aber am Ende nicht erfolgreich auf dem Portal Crowdrange finanzieren. Der Prospekt der Penell GmbH und der AK Immobilien Projektentwicklungs GmbH wurde dabei von der Luxemburgischen Finanzmarktaufsichtsbehörde genehmigt und von der BaFin und der FMA anerkannt. Während sich im Zeitraum 11 Monate vor Inkrafttreten des KASG zwei Emittentinnen mit einem Prospekt finanzierten, war es in den 11 Monaten danach keine einzige.

Ein wesentlicher Grund für die bislang seltene Nutzung von Prospekten sind laut Angaben der Portalbetreiberinnen und Portalbetreiber die mit der Erstellung eines Prospektes verbundenen Kosten. Dabei wurden hauptsächlich die Kosten für Anwälte sowie interne Personalkosten für die Abstimmung mit den Anwälten und der BaFin genannt. Zudem erfordert ein Prospekt eine Prüfung durch einen befähigten Dritten – zum Beispiel einer Wirtschaftsprüferin oder einen Wirtschaftsprüfer – der nicht an der Erstellung des Prospekts beteiligt sein darf. Die Portalbetreiberinnen und Portalbetreiber verweisen in diesem Zusammenhang auf die Unsicherheit bei der Darstellung von Planzahlen eines Start-up-Unternehmens in der Frühphase, die von einer Wirtschaftsprüferin oder einem Wirtschaftsprüfer nicht testiert würden. Als unmittelbare Kosten entstehen Gebühren für die Billigung eines Wertpapierprospektes für ein öffentliches Angebot und die Zulassung von Aktien durch die BaFin, die derzeit 6.500 EUR (Nr. 3 der Anlage zu § 2 WpPGebV) betragen. Diese Kosten wurden aber von den Portalbetreiberinnen und Portalbetreibern nicht explizit als Hinderungsgrund für die Prospekterstellung genannt.

Abb. 9: Emissionen mit und ohne Prospekt (N = 405)



2.4. Ausfälle bei Schwarmfinanzierungen

Im Beobachtungszeitraum kam es bei 43 der 318 erfolgreichen Finanzierungsrunden zu Ausfällen.¹¹ 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 6,6 Mio. EUR entstanden.

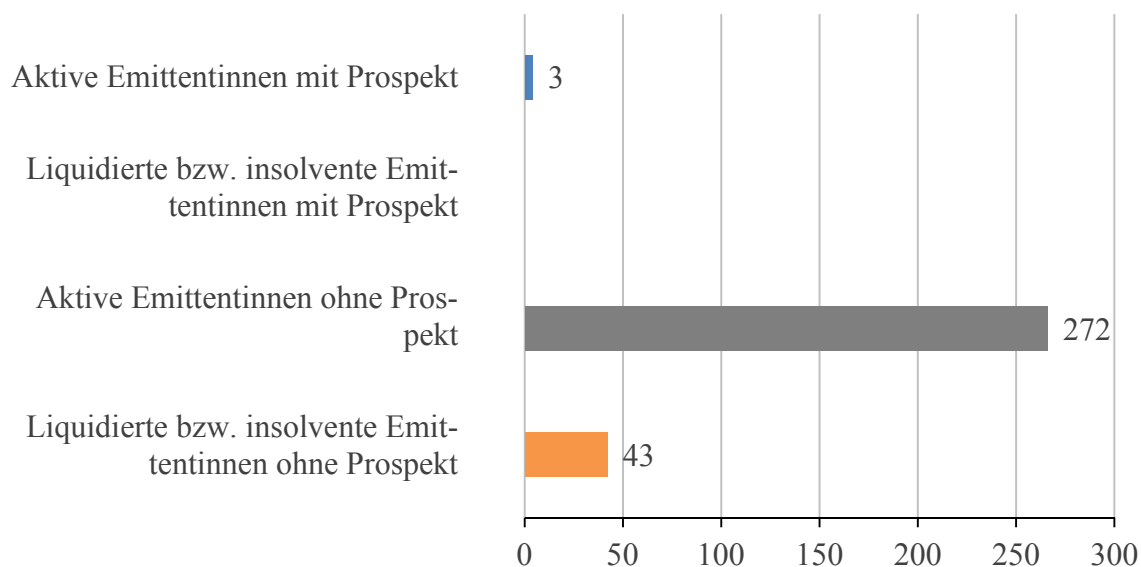
In den 11 Monaten vor Inkrafttreten des KASG haben 3 von 55 Emittentinnen Insolvenz angemeldet oder wurden liquidiert (siehe Abb. 11). Im Zeitraum danach gab es bei 40 Emittentinnen keine Insolvenz oder Liquidation (siehe Abb. 12), was sehr wahrscheinlich darauf zurückzuführen ist, dass diese Emittentinnen noch nicht über einen so langen Zeitraum beobachtet werden konnten, wie die, die vor dem Inkrafttreten des KASG gegründet wurden. Die Ausfallwahrscheinlichkeit 3 Jahre nach einer Finanzierungsrunde liegt bei deutschen Start-up-Unternehmen mit 30% zwar höher als in Großbritannien (Hornuf und Schmitt, 2016). Vergleicht man die Ausfallwahrscheinlichkeit der Emittentinnen nach Gründung des Unternehmens mit der allgemeinen Ausfallwahrscheinlichkeit deutscher Start-up-Unternehmen, verzeichnen letztere deutlich höhere Ausfallquoten. Laut einer aktuellen Untersuchung (Hornuf und Schmitt, 2016) betrug die Überlebenswahrscheinlichkeit der schwarmfinanzierten Unternehmen 3 Jahre nach der Unternehmensgründung 85%, während die Überlebenswahrscheinlichkeit der deutschen Start-up-Unternehmen nach 3 Jahren allgemein bei lediglich 70% lag (KfW Research, 2012: S. 53).

Dieses Ergebnis könnte auf die Auswahl der Emittentinnen durch die Crowdfunding-Portale zurückzuführen sein, bei denen die Portalbetreiberinnen und Portalbetreiber unterschiedliche Maßnahmen durchführen. Laut Angaben von Seedmatch, einem der beiden führenden Crowdfunding-Portale, bewerben sich die Start-up-Unternehmen zunächst mit einem Pitch Deck (d.h. einer Kurzzusammenfassung des Businessplans), worauf eine interne Evaluierung von 2-4 Wochen folgt. Anschließend werden ausführliche Unterlagen in Form eines Businessplanes angefordert. Daraufhin treffen sich die Portalbetreiberinnen und Portalbetreiber mit den Gründerinnen und Gründern persönlich und verhandeln mit diesen über die Finanzierung (Seedmatch, 2014b). Bei Companisto wird ein ähnlicher Prozess durchgeführt (Companisto,

¹¹ Bei dieser Berechnung wurden zwei Emittentinnen berücksichtigt, die jeweils zwei Finanzierungsrunden auf einer Crowdfunding-Plattform durchgeführt haben. Somit kam es insgesamt nur bei 41 Unternehmen zu Ausfällen.

2015). Es gibt keine Hinweise darauf, dass die Portale bei den Bewerbern systematisch eine Schufa-Auskunft einholen oder sog. *background checks* bei den wirtschaftlichen Interessenträger der Emittentinnen durchführen. Die Ablehnungsquote der Portale nahm im Laufe der Zeit zu und hat bei den Marktführern in der Vergangenheit bis zu 99% betragen¹².

Abb. 10: Anzahl der bis zum 1.6.2016 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt im Zeitraum vom 1.8.2011 bis 1.6.2016 (N = 318)



¹² Vgl. Hornuf und Schwienbacher (2014).

Abb. 11: Anzahl der bis zum 1.6.2016 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt elf Monate vor Inkrafttreten des KASG (N=55)

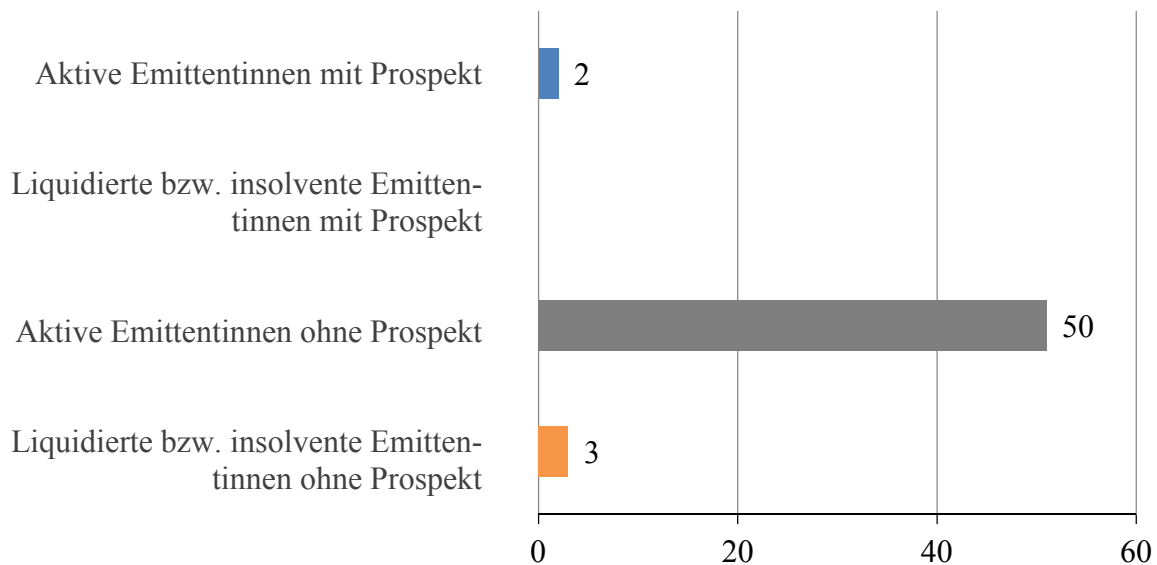
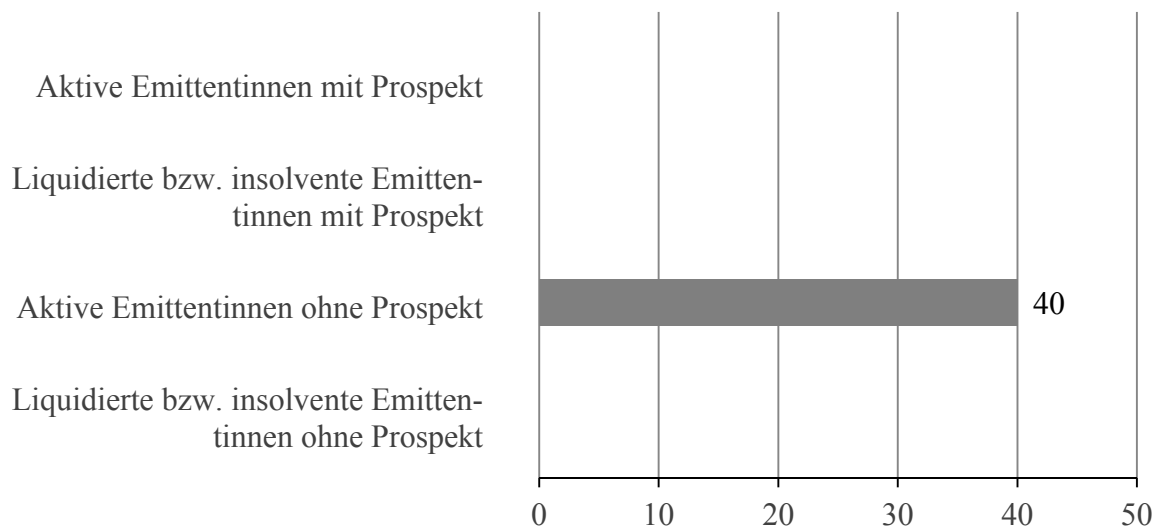


Abb. 12: Anzahl der bis zum 1.6.2016 liquidierten bzw. insolventen sowie aktiven Emittentinnen mit und ohne Prospekt elf Monate nach Inkrafttreten des KASG (N=40)



2.5. Durch Schwarmfinanzierung eingeworbener Gesamtverkaufspreis je Emittentin

Eine Auswertung nach dem Gesamtverkaufspreis in Abb. 13 zeigt, dass 253 von 318 Emittentinnen weniger als 500.000 EUR einsammelten. Insgesamt machten diese Emittentinnen al-

lerdings nur ein Drittel des Gesamtmarktvolumens aus. Auf weitere 59 Emittentinnen entfielen 66% des Gesamtmarktvolumens. 5 Emittentinnen begaben mehr als 2,5 Mio. EUR. In den 11 Monaten nach Inkrafttreten des KASG konnten die Portale insgesamt nur noch 24 Mio. EUR vermitteln (siehe Abb. 15). In den 11 Monaten davor waren es noch 31 Mio. EUR (siehe Abb. 14).

Dieser Rückgang ist nicht auf die Einführung des § 2a VermAnlG zurückzuführen. Während vor Inkrafttreten des KASG zwei Emittentinnen mehr als 2,5 Mio. EUR begaben, war es danach nur eine¹³. Zusätzlich kam es nach Inkrafttreten des KASG vor allem zu weniger Emissionen im Bereich von 1 Mio. EUR bis 2,5 Mio. EUR. Wären es im Zeitraum nach Inkrafttreten des KASG deutlich mehr Emittentinnen gewesen, die an den Grenzwert von 2,5 Mio. EUR gestoßen wären, hätte dies ein Hinweis auf eine einschränkende Wirkung der neuen Vorschriften sein können.

¹³ 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. 13: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 318) sowie der Anteil am Gesamtmarkt-
volumen (110 Mio. EUR) im Zeitraum vom 1.8.2011 bis 1.6.2016

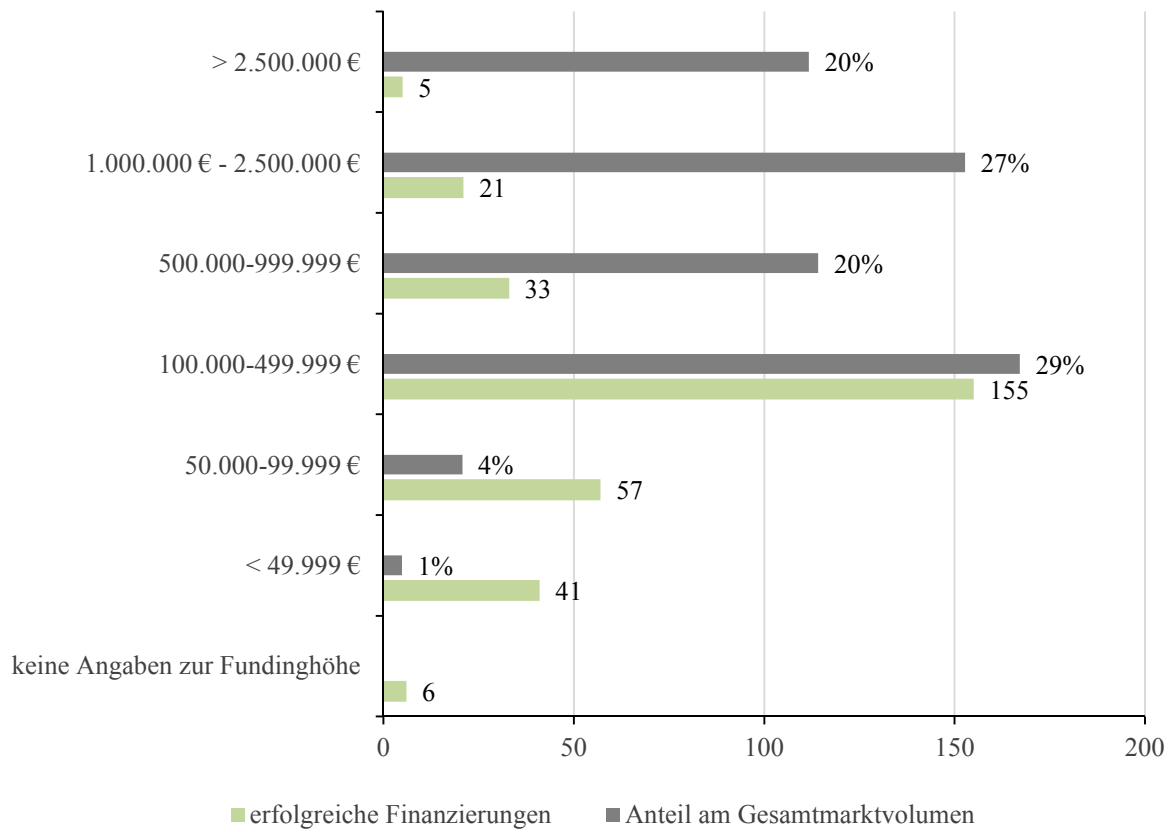


Abb. 14: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 55) sowie der Anteil am Gesamtmarktvo-
lumen (31 Mio. EUR) bis elf Monate vor Inkrafttreten des KASG

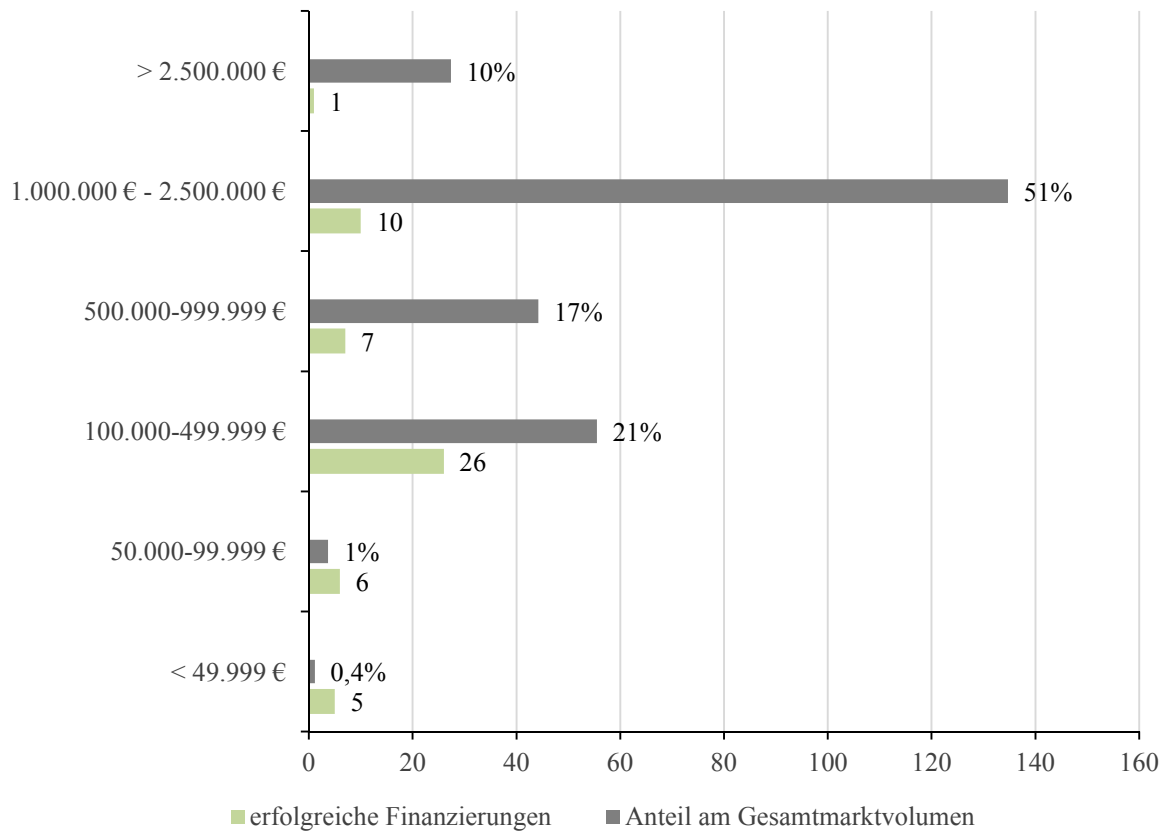
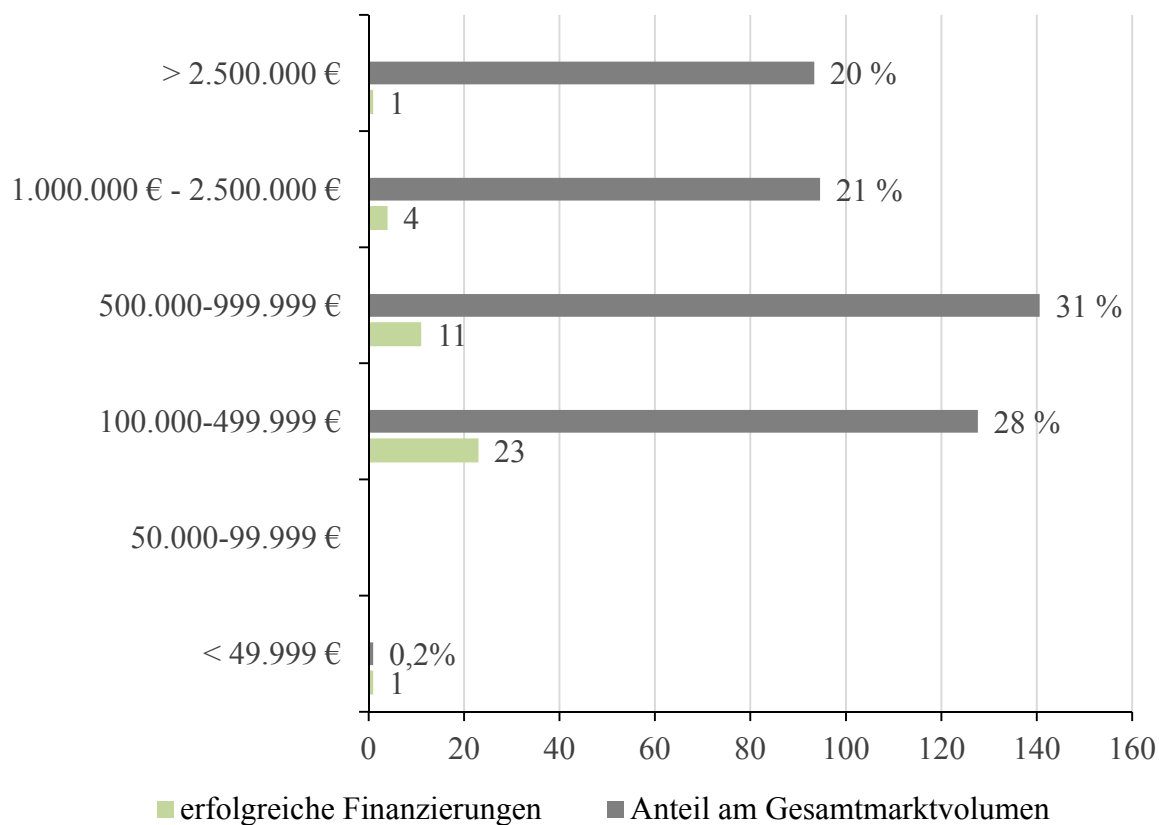


Abb. 15: Anzahl erfolgreicher Finanzierungen (N = 40) sowie der Anteil am Gesamtmarktvo-
lumen (24 Mio. EUR) elf Monate nach Inkrafttreten des KASG



2.6. Bei Schwarmfinanzierungen genutzte Vermögensanlagen

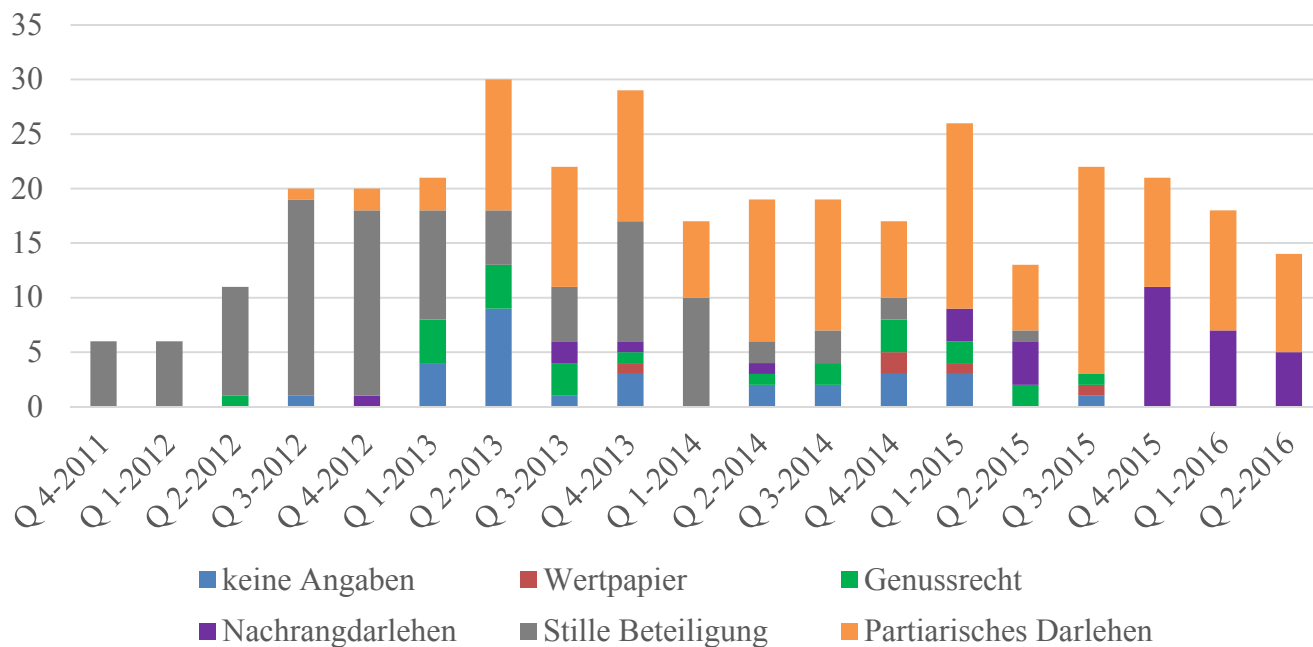
Die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen haben sich in den letzten Jahren weg von stillen Beteiligungen und hin zu partiarischen Nachrangdarlehen und Nachrangdarlehen entwickelt (siehe Abb. 16). Insbesondere bei der Start-up-Finanzierung wurden im Jahr 2015 fast ausschließlich partiarische Nachrangdarlehen genutzt¹⁴. Wie Abb. 17 und Abb. 18 verdeutlichen, waren partiarische Darlehen auch allgemein die mit Abstand am häufigsten genutzte Vermögensanlage, gefolgt von stillen Beteiligungen und Nachrangdarlehen. In den 11 Monaten vor und nach Inkrafttreten des KASG hat sich der Anteil der partiarischen Darlehen am Gesamtmarktvo- lumen kaum verändert. In Abb. 19 werden die Vermögensanlagen jeweils für erfolgreiche und nicht erfolgreiche Finanzierungen dargestellt. Abb. 20 beschreibt die Vermögensanlagen sowie das Emissionsvolumen der erfolgreichen Angebote.

¹⁴ Vgl. Klöhn, Hornuf und Schilling (2016).

Mit 64 Mio. EUR und 30 Mio. EUR wurde das meiste Kapital über partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen vermittelt. Partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen machen rund 85% des Emissionsvolumens am Gesamtmarkt aus.

Die Emittentinnen nutzen anfänglich vor allem stille Beteiligungen, stießen damit aber häufig an die Grenze von 100.000 EUR¹⁵, unterhalb derer stille Beteiligungen gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b VermAnlG von der Erstellung eines Prospektes 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, Genussrechte oder klassische Wertpapiere gilt.

Abb. 16: Anzahl der angebotenen Vermögensanlagen pro Quartal (N=351)



¹⁵ Vgl. Hornuf und Schwienbacher (2016).

Abb. 17: Angebotene Vermögensanlagen (N=405)

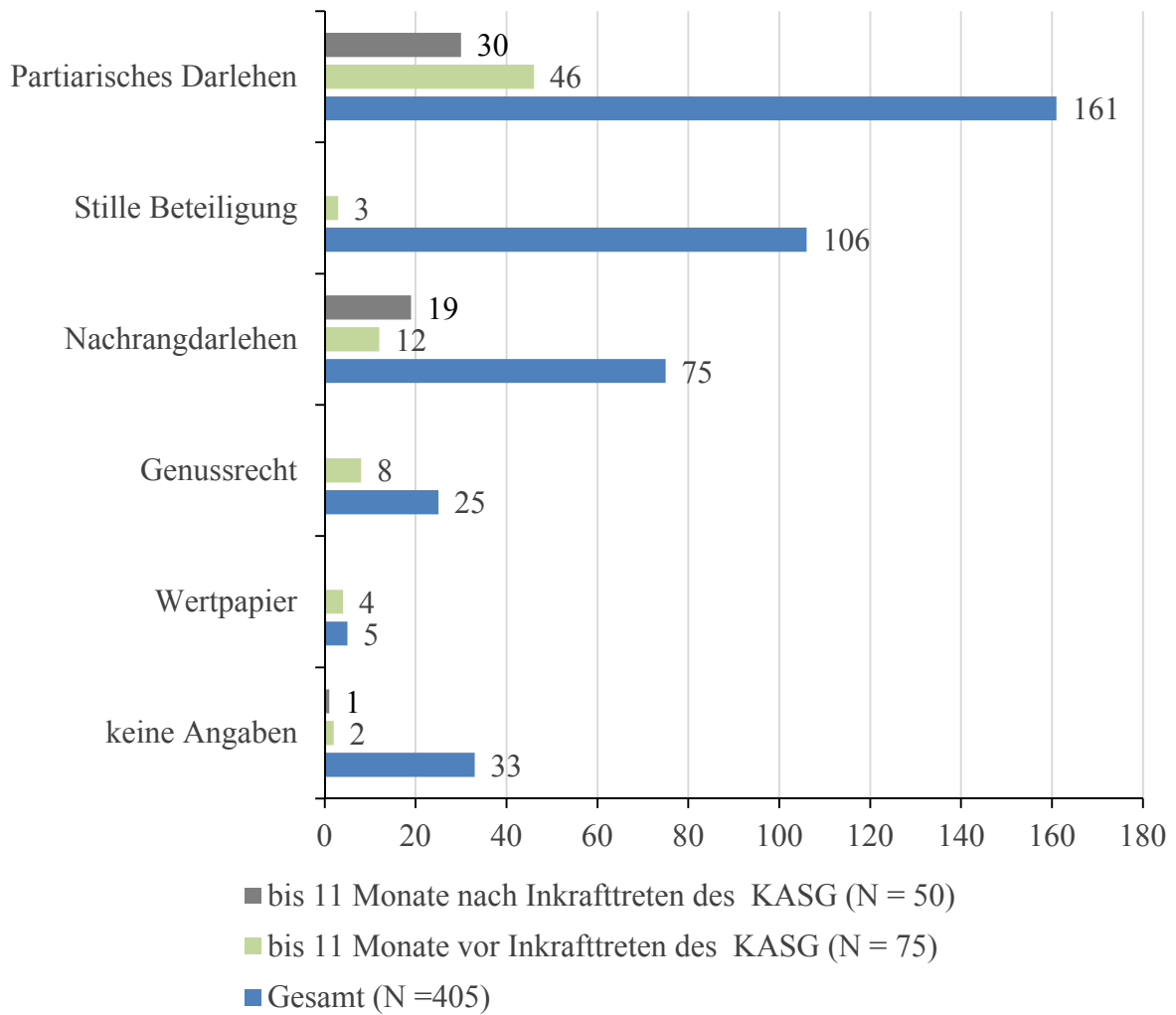


Abb. 18: Prozentualer Anteil der Anzahl der angebotenen Vermögensanlagen am jeweiligen Gesamtvolumen des betreffenden Zeitraums (N=405)

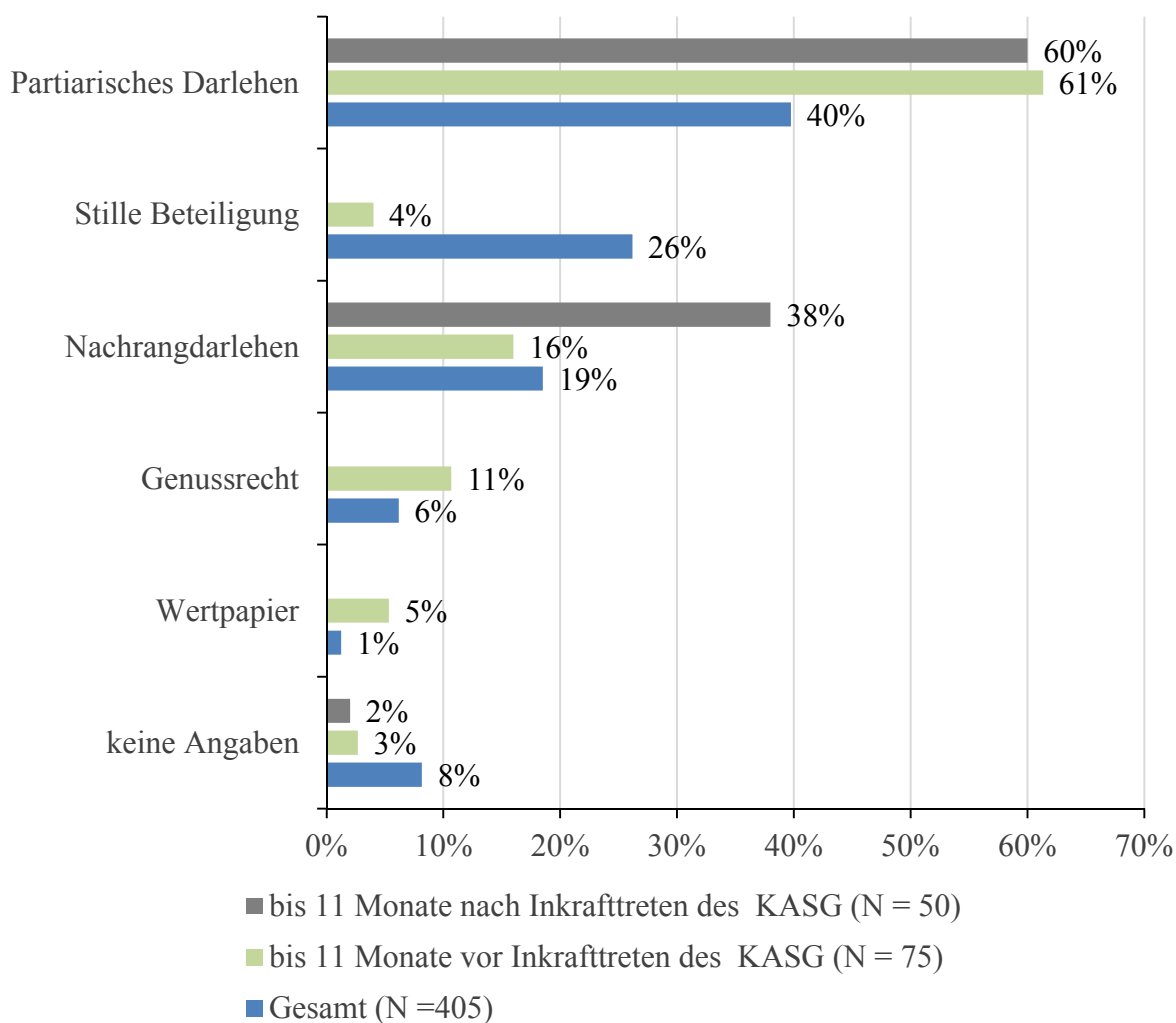


Abb. 19: Angebotene Vermögensanlagen erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen

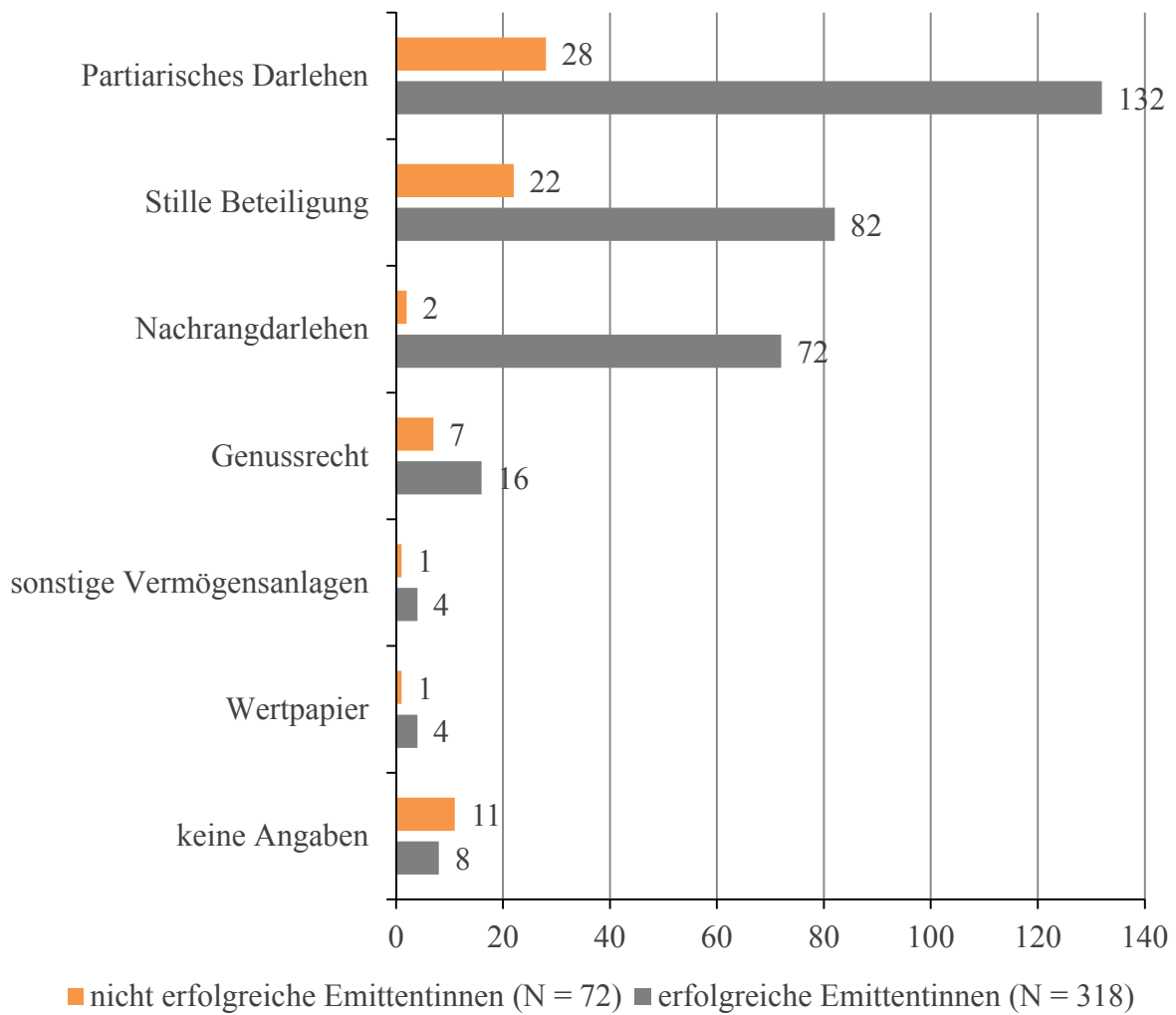
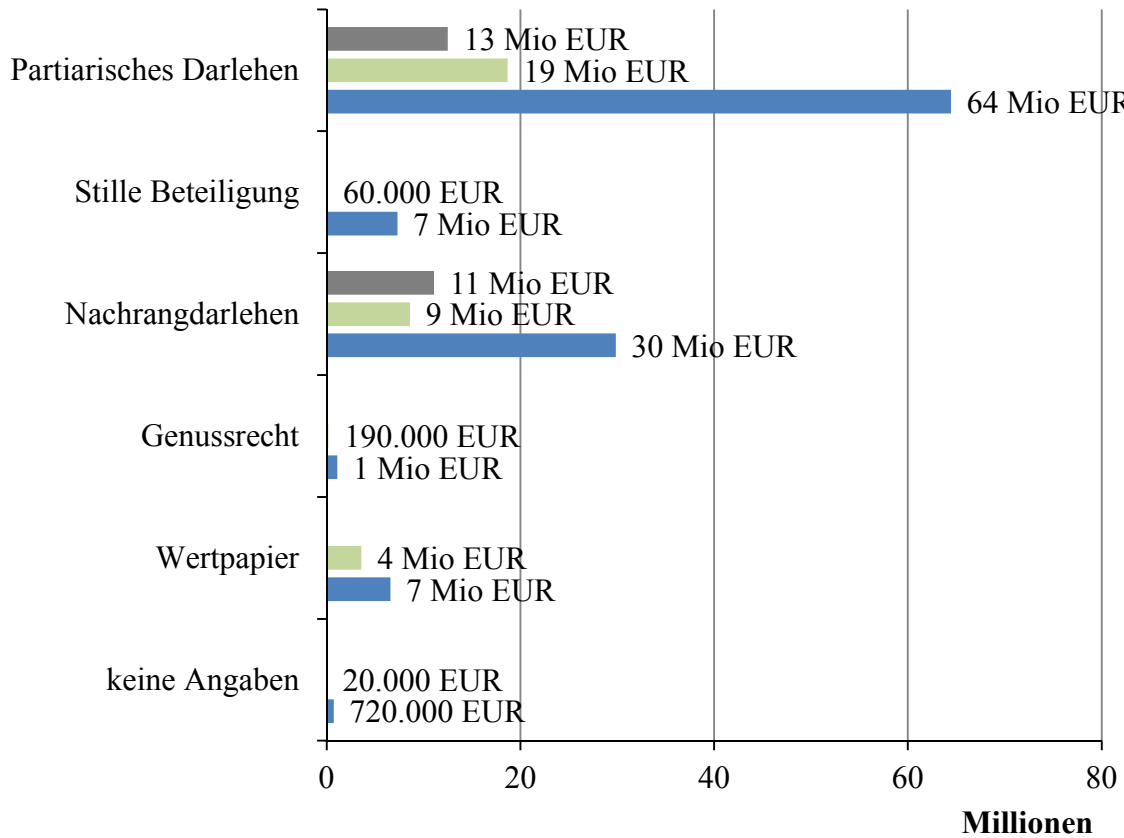


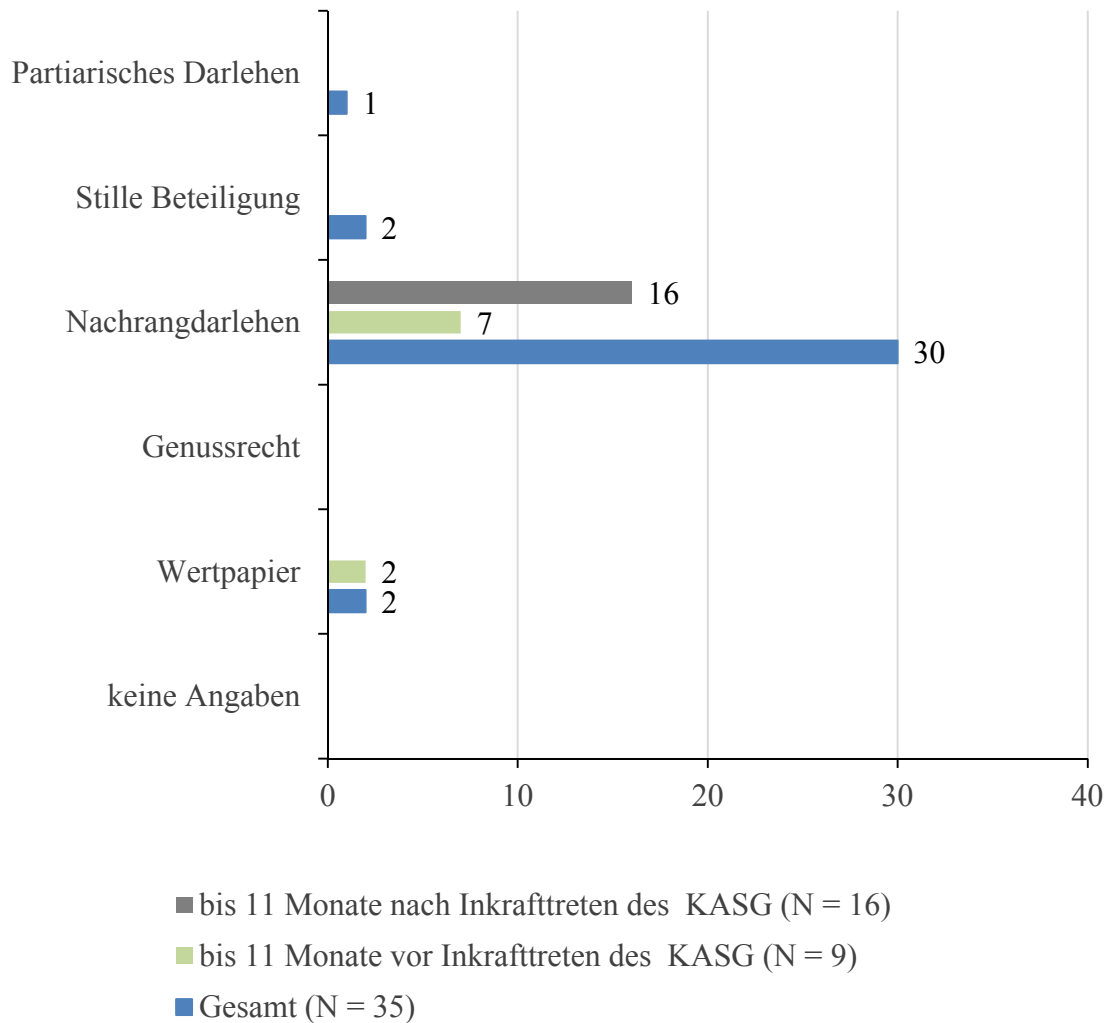
Abb. 20: Emissionsvolumen nach Vermögensanlagen erfolgreicher und nicht erfolgreicher Finanzierungen, gesamt sowie 11 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG



- bis 11 Monate nach Inkrafttreten des KASG (N = 50)
- bis 11 Monate vor Inkrafttreten des KASG (N = 75)
- Gesamt (N = 405)

In Abb. 21 werden die Vermögensanlagen für Immobilienfinanzierungen dargestellt. Es zeigt sich, dass Immobilien-Emittentinnen meist Nachrangdarlehen anbieten. Nur drei Emittentinnen nutzen partiarische Darlehen und stille Beteiligungen. Zwei Emittentinnen boten Wertpapiere an.

Abb. 21: Angebotene Vermögensanlagen bei Immobilienfinanzierungen



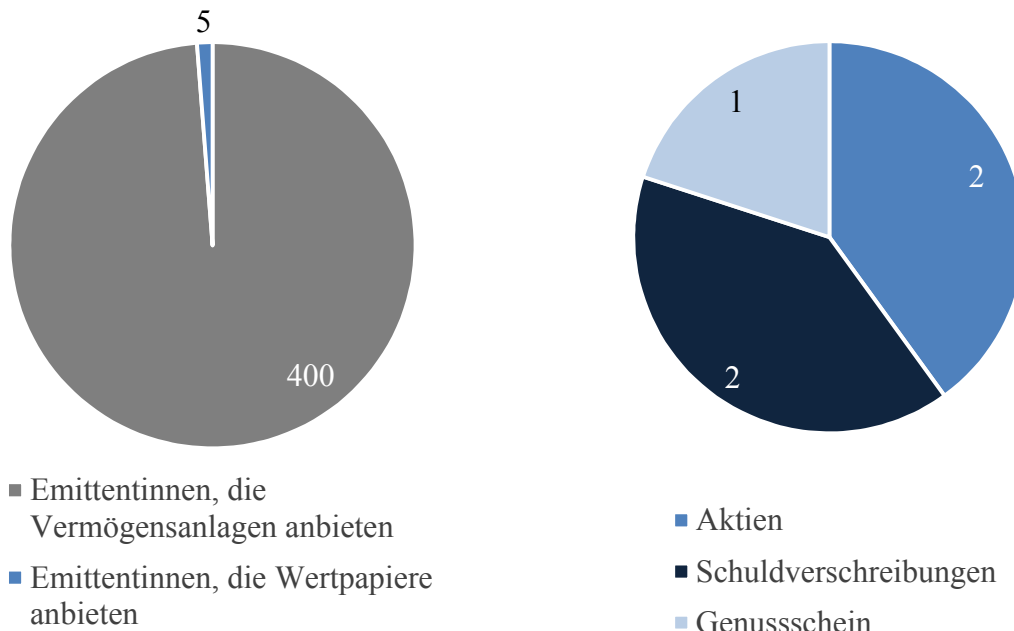
2.7. Schwarmfinanzierungen außerhalb des Anwendungsbereichs des VermAnlG über die Emission von Wertpapieren

Insgesamt boten 5 Emittentinnen Wertpapiere am Markt an. Dabei handelte es sich um die AK Immobilien Projektentwicklungs GmbH (Inhaberschuldverschreibung), AudioGrade AG (Aktien), FAH Grundbesitz GmbH & Co.KG (Genussschein), Penell GmbH (Inhaberschuldverschreibung) und Urbanara Home AG (Aktie). Die Penell GmbH konnte sich letztendlich nicht erfolgreich finanzieren. Bis auf die AudioGrade AG wurde von den verbleibenden vier Emittentinnen auch ein Wertpapierprospekt erstellt. Die Wertpapiere der Urbanara Home AG wurde über das Portal Bergfürst vertrieben, das über eine KWG-Erlaubnis zum Betrieb von Bankgeschäften verfügte. Auch bei der FAH Grundbesitz GmbH & Co.KG wurden die Genussscheine über Bergfürst auf dem Wege der Eigenemission angeboten. Bei den Emissionen der Penell GmbH und der AK Immobilien Projektentwicklungs GmbH kooperierten die Crowdfunding-Portale und Emittentinnen mit einem Vermittler gemäß § 2 Abs. 10 KWG, der es den Crowdfunding-Portalen ermöglichte, Finanzinstrumente iSv § 1 Abs. 11 KWG zu vertreiben. Im Fall der Penell GmbH war das die Dicama AG¹⁶ und bei der AK Immobilien Projektentwicklungs GmbH die Effecta GmbH.¹⁷ Zum Vertrieb der Wertpapiere der AudioGrade AG liegen keine Informationen vor.

¹⁶ Siehe www.dicama.com

¹⁷ Siehe www.effecta-gmbh.de/crowd-investing.

Abb. 22: Angebotene Schwarmfinanzierungen außerhalb des Anwendungsbereichs des VermAnlG über die Emission von Wertpapieren



2.8. Eigenschaften der Anlegerinnen und Anleger bei Schwarmfinanzierungen

Die Anlegerinnen und Anleger auf den Crowdfunding-Portalen sind durchschnittlich um die 40 Jahre alt (siehe Abb. 23), wobei beispielsweise auf dem Portal Innvestment Nutzer im Alter von 18 bis 72 Jahren registriert sind.¹⁸ Die überwiegende Mehrzahl der Investierenden ist auf allen Portalen männlich. Auf dem Portal Innvestment war etwas weniger als die Hälfte der Nutzer beruflich selbständig und arbeitete vor allem in den Branchen Informationstechnologie, Beratungs- und Finanzdienstleistungen.¹⁹ Zudem hat die überwiegende Mehrheit der Innvestment Nutzer Erfahrungen am Kapitalmarkt gesammelt. Insgesamt 82% waren bereits in Aktien investiert und zwei Drittel gaben an, über Erfahrungen mit Fonds und Zertifikate zu verfügen (Klöhn und Hornuf, 2012). Innvestment dürfte mit einer anfänglichen Mindestinvestition von 1.000 EUR im Vergleich zu anderen Portalen überdurchschnittlich wohlhabende Investierende angezogen haben. Die Struktur der Anlegerinnen und Anleger auf Companisto, wo eine Mindestinvestition von 5 EUR verlangt wird, sieht sehr wahrscheinlich anders aus.

¹⁸ Siehe Klöhn und Hornuf (2012).

¹⁹ Siehe Klöhn und Hornuf (2012).

Deshalb sollten die Eigenschaften der Anleger und Anlegerinnen von Innovestment trotz Datenverfügbarkeit nicht auf den Gesamtmarkt übertragen werden.

Bei 270 der 318 erfolgreichen Emissionen ist die Anzahl der Investments bekannt. Dabei wurden durchschnittlich 289 Investments pro Emittentin getätigt. Bei den 3 Emittentinnen mit Wertpapierprospekt waren es 26 (Penell GmbH), 256 (FAH Grundbesitz GmbH & Co.KG) und rund 1.000 (URBANARA Home AG) Investments. Für die Emission der AK Immobilien Projektentwicklungs-GmbH liegen keine Daten zur Anzahl der Investments vor.

Abb. 23: Eigenschaften der Anlegerinnen und Anleger auf deutschen Crowdfunding Portalen

Portal	Durchschnittsalter der Investierenden in Jahren	Anteil männlicher Investierender in Prozent
Companisto	38	82
Conda	37	86
Innovestment	43	90
Seedmatch	38	89
Zinsland	44	89

Quelle: Eigene Erhebung, Innovestment (Klöhn & Hornuf, 2012), Seedmatch (Seedmatch, 2014a)

Portal	Investments von Kapitalgesellschaften insgesamt	Investments von Kapitalgesellschaften vor dem KASG	Investments von Kapitalgesellschaften nach dem KASG	Investments von VC oder BA insgesamt*	Investments von VC oder BA vor dem KASG*	Investments von VC oder BA nach dem KASG*
Companisto	6,4%	.	2,2%	5% (BA)	.	rückläufig
Conda**	1,5%	0,2%	8,3%	n/a	n/a	n/a
Innovestment	10%	8%	12%	25%	25%	25%
Zinsland	2	1	1	0	0	0

* VC = Venture Capital Fonds, BA = Business Angels. Beides sind keine Legaldefinition im Sinne des KASG.

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

Die Investierenden können sich nicht nur direkt an einem Unternehmen, einer Immobilienfinanzierung, ökologischen Projektfinanzierung oder Filmfinanzierung beteiligen, sondern sich auch dafür entscheiden, zunächst eine Kapitalgesellschaft zu gründen, die dann wiederum ein Investment für die Anlegerin oder den Anleger tätigt.²⁰ Eine solche Konstruktion kann der

²⁰ Davon zu unterscheiden sind durch die Portale initiierte direkte (unmittelbaren) und indirekten (mittelbaren) Schwarmfinanzierungen. Einzig die Plattform Innovestment bietet aktuell eine indirekte Konstruktion an. Eine von Innovestment zur Verfügung gestellte Zweckgesellschaft beteiligt sich hierzu als Gesellschafterin an dem zu finanzierenden Unternehmen. Siehe dazu ausführlich Klöhn, Hornuf und Schilling (2016).

Steueroptimierung dienen oder dazu, den Grenzwert für Investments von über 10.000 EUR gemäß § 2a Abs. 3 zu umgehen.

Vier Crowdfunding-Portale haben uns Informationen zur Nutzung von Kapitalgesellschaften durch die Anlegerinnen und Anleger zur Verfügung gestellt (siehe Abb. 23). Bei Zinsland war es lediglich eine Kapitalgesellschaft vor und nach der Einführung des KASG, die auf dem Portal investierte. Mit insgesamt 6,4% war der Anteil von Kapitalgesellschaften bei Companisto etwas höher, nahm nach Einführung des KASG jedoch ab. Bei Innvestment stieg der Anteil von Kapitalgesellschaften unter den Investierenden nach Einführung des KASG von 8% auf 12%. Um detaillierte Informationen über die Art der verwendeten Rechtsform der jeweiligen Gesellschaften zu erhalten, wurden zusätzlich 40.360 individuelle Investments auf Companisto ausgewertet. Auf dem Portal können die Investierenden über ihren Benutzernamen Auskunft über den Status als Kapitalgesellschaft geben. Im Ergebnis zeigt sich, dass rund 3% der Investierenden angaben, über eine Kapitalgesellschaft zu investieren.

Abb. 24 zeigt zunächst, dass die überwiegende Mehrheit der Investierenden nicht angab, über Kapitalgesellschaften zu investieren. Diejenigen, die angaben, als Kapitalgesellschaft zu investieren, tätigten ihre Investments häufig in der Rechtsform der GmbH. Nur rund ein Zehntel davon wurde in der Rechtsform der UG getätigt und noch einmal deutlich weniger in der Rechtsform der AG. Abb. 25 verdeutlicht, dass sich diese Verteilung 11 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG kaum verändert hat.

In einem weiteren Schritt wird untersucht, ob professionelle Anbieter von Kapitalgesellschaften auf den Markt getreten sind, über die die Investierenden indirekt investieren, um den Grenzwert von 10.000 EUR zu umgehen. Insgesamt konnten unter den 40.360 individuellen Investments auf Companisto 19 Kapitalgesellschaften gezählt werden, die fünf oder mehr Investments tätigten. Weitere 237 Investments wurden von Kapitalgesellschaften getätigt, die insgesamt weniger als 5 Investments vorwiesen. Dass sich in Deutschland eine professionelle Investment-Industrie analog zu der für Gründung englischer *private companies limited by shares* („Limiteds“) etablierte hätte (Becht, Mayer und Wagner, 2008), kann für den Crowdfunding-Markt derzeit nicht konstatiert werden.

Insgesamt wurden größere Investitionssummen vor allem von GmbHs investiert. Wie aus Abb. 26 ersichtlich ist, investierten lediglich die Taipan Investment GmbH, die Dynamic

Founders DF GmbH, die Polterauer Beteiligungs- und Verwaltungs GmbH, die Lisann 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 Investment GmbH durchschnittlich 3.298 EUR in 19 unterschiedliche Emissionen, bei der Dynamic Founders DF GmbH 4.357 EUR in 12 unterschiedliche Emissionen (bei 3 Emissionen wurden jeweils genau 10.000 EUR investiert), bei der Polterauer Beteiligungs- und Verwaltungs GmbH 2.071 EUR in 16 Emissionen, bei der Lisann GmbH 2.500 EUR in 12 unterschiedliche Emissionen sowie bei VenturesVision GmbH 3.389 EUR in 6 unterschiedliche Emissionen. Wie aus Abb. 27 hervorgeht, wurden die mit Abstand am häufigsten Investments von der Sermando UG (N=39), der Steuerfachservice UG (N=22) und der Taipan Investment GmbH (N=16) vorgenommen. Unter den sonstigen Kapitalgesellschaften befinden sich 16 unterschiedliche Kapitalgesellschaften, die über 10.000 EUR investierten und dabei insgesamt ein Kapital von 357.500 EUR bereitstellten.

Abb. 24: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto basierend auf Selbstangaben der Investierenden

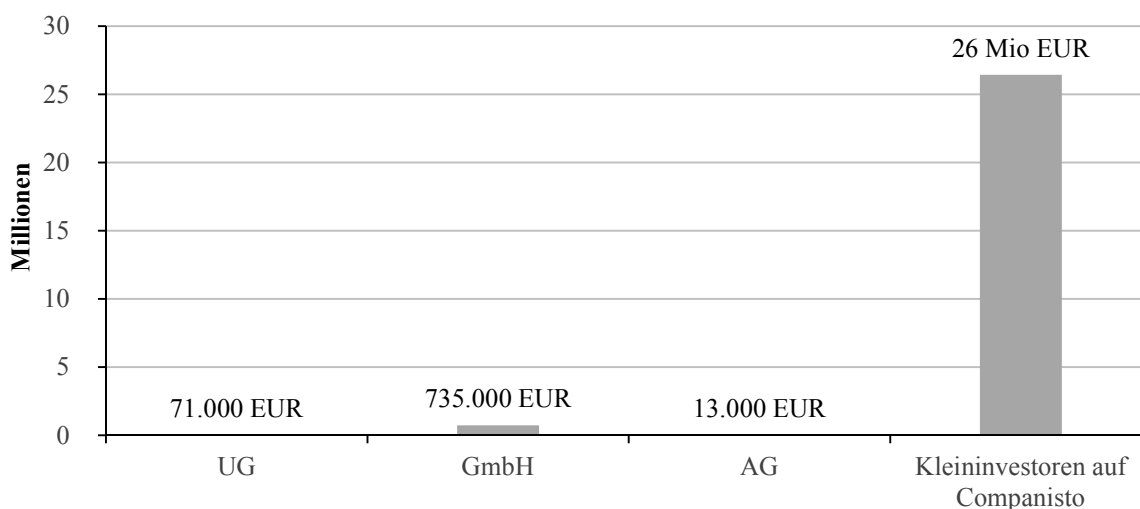


Abb. 25: Investitionsvolumen von Kapitalgesellschaften auf Companisto basierend auf Selbstangaben der Investierenden 11 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG

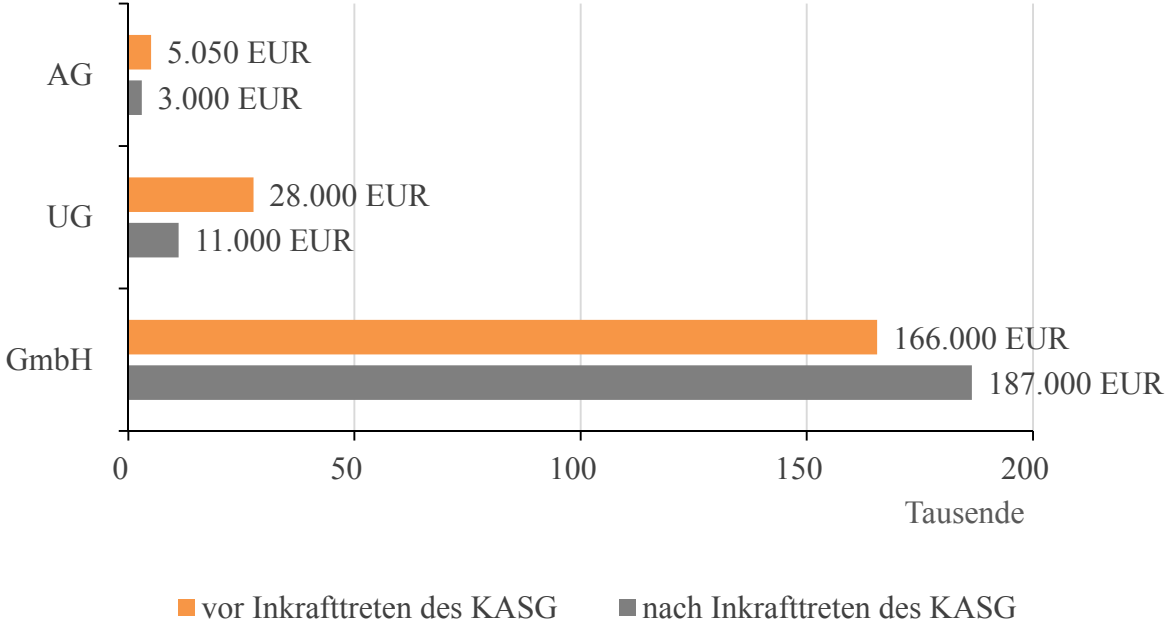


Abb. 26: Investitionsvolumen durch Kapitalgesellschaften auf der Plattform Companisto basierend auf Selbstangaben der Investierenden (Sonstige Kapitalgesellschaften: weniger als fünf Investments)

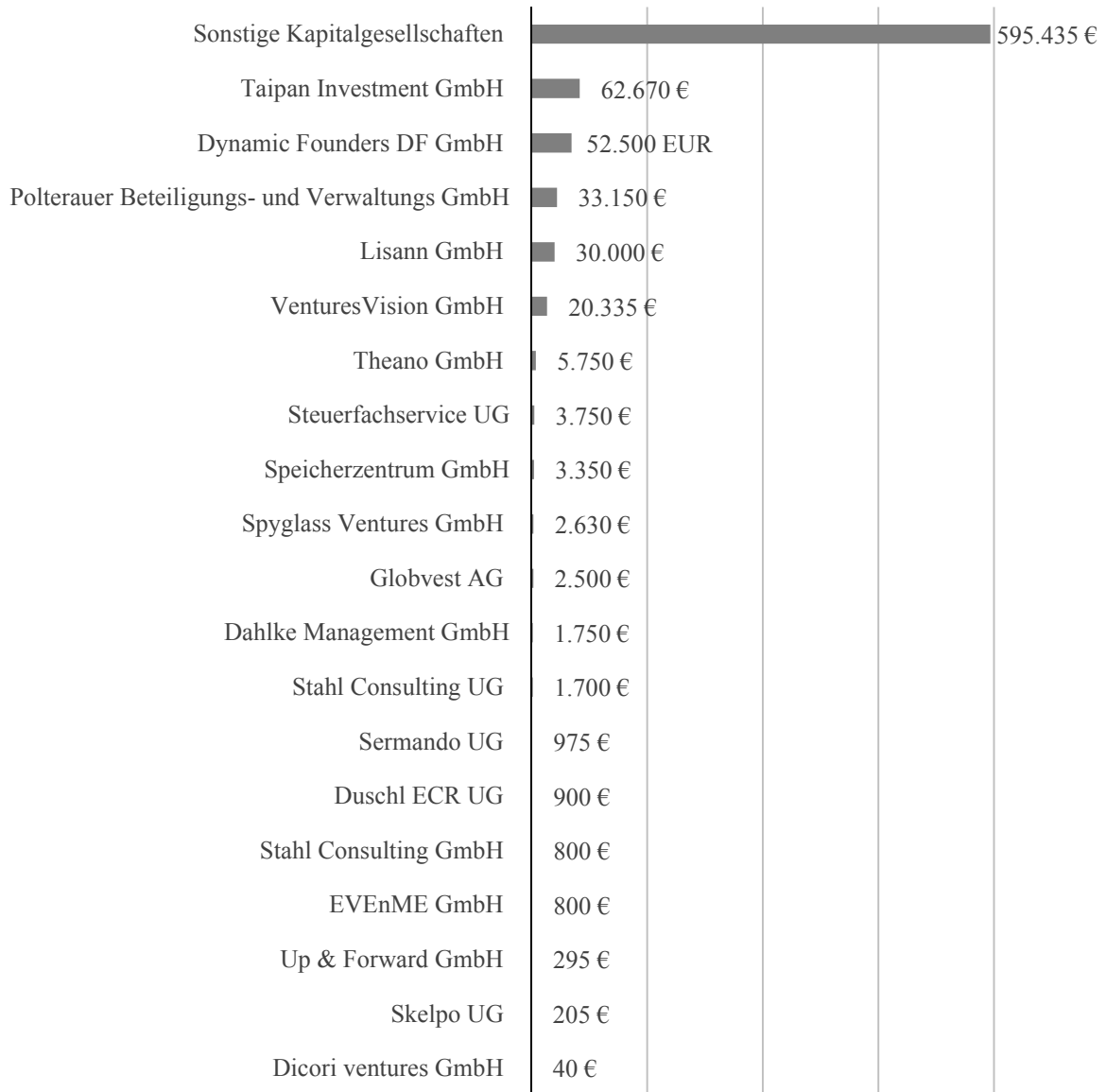
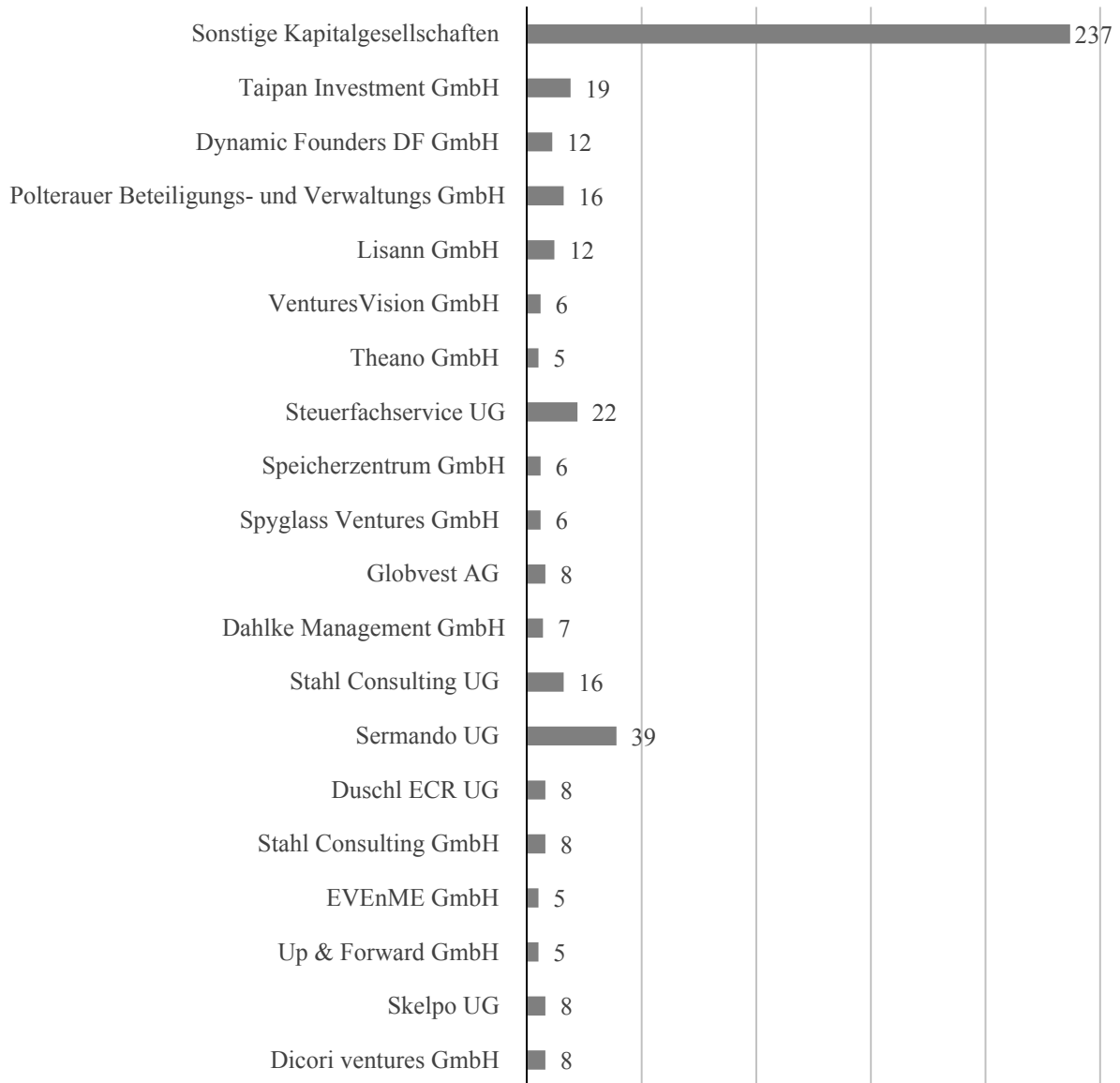


Abb. 27: Häufigkeit der Investments durch Kapitalgesellschaften auf der Plattform Companisto basierend auf Selbstangaben der Investierenden (Sonstige Kapitalgesellschaften: weniger als fünf Investments)



2.9. Anlagebeträge bei Schwarmfinanzierungen

Die Informationen zu den Anlagebeträgen einzelner Investierender sind auf den Internetseiten der Plattformen Companisto, Seedmatch und United Equity öffentlich zugänglich. Für Companisto und United Equity liegen diese für alle erfolgreichen und nicht erfolgreichen Emittentinnen vor. Für Seedmatch konnten die Anlagebeträge für 34 der 90 Emissionen für die Auswertung herangezogen werden. Da die Plattform nach Abschluss einer Finanzierungsrunde die Anlagebeträge der Investierenden unmittelbar entfernt, konnte über die Zeit nur für ein Drittel der Emittentinnen die Anlagebeträge erhoben werden. Für Innovestment liegen die Anlagebeträge für die ersten 43 der insgesamt 49 Emissionen vor. Insgesamt werden 56.456 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. 28 zeigt, machen die Anlegerinnen und Anleger, die mehr als 1.000 EUR investierten, zahlenmäßig 14% aller Investierenden auf dem Crowdfunding-Markt aus, bringen jedoch 71% der am Markt investierten Mittel auf. In den 11 Monaten vor und nach Inkrafttreten des KASG waren es konstant 13% der Anlegerinnen und Anleger, die mehr als 1.000 EUR investierten. Prozentual trugen die Investierenden, die mehr als 1.000 EUR investierten, nach Inkrafttreten des KASG nur einen unwesentlich geringeren Anteil zum Gesamtmarktvolumen bei. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die übrigen Investierenden höhere Anlagebeträge investierten. Die Anzahl der Investierenden, die exakt 1.000 EUR investierten, blieb nach Inkrafttreten des KASG nahezu unverändert. Das neu eingeführte Erfordernis bei Investments von mehr als 1.000 EUR Einkommen und Vermögen offenlegen zu müssen, beschränkt die Investierenden also nicht auf Anlagebeträge von exakt 1.000 EUR. Die Anzahl der Investierenden, die über 10.000 EUR investierten, nahm nach Inkrafttreten des KASG ab und sank von 0,6% auf 0,1%. Die Zahl derjenigen Investierenden, die exakt 10.000 EUR investierten, nahm hingegen nur leicht zu und stieg von 0,9% auf 1,1% an. Daher kann nicht festgestellt werden, dass der zweite Schwellenwert das Crowdfunding eingeschränkt hat (siehe Abb. 29 und Abb. 30).

In der Abb. 31 sind die auf der Plattform Seedmatch öffentlich einsehbaren Widerrufe der Investierenden zusammengefasst. Auf den anderen Plattformen Companisto, Innovestment und United Equity sind keine Angaben zu den Widerrufen pro Investor angegeben. Insgesamt gab es bei den 34 Seedmatch-Emissionen 118 Investierende, die ihr Widerrufsrecht während

der Finanzierungphase in Anspruch genommen und eine Summe von 161.000 EUR widerrufen haben. Ein Vergleich der Widerrufshäufigkeiten und der widerrufenen Volumen 11 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG zeigt, dass Widerrufe während der Finanzierungsphase insgesamt rückläufig waren und eine geringere Summe von den Investierenden widerrufen worden ist. Bei dieser Auswertung werden die Daten von 10 Emissionen vor und 4 Emissionen nach Inkrafttreten des KASG von der Plattform Seedmatch berücksichtigt.

Abb. 28: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfundingmarkt (n = 56.456, N = 137 Emissionen von Companisto, Innovestment, Seedmatch und United Equity)

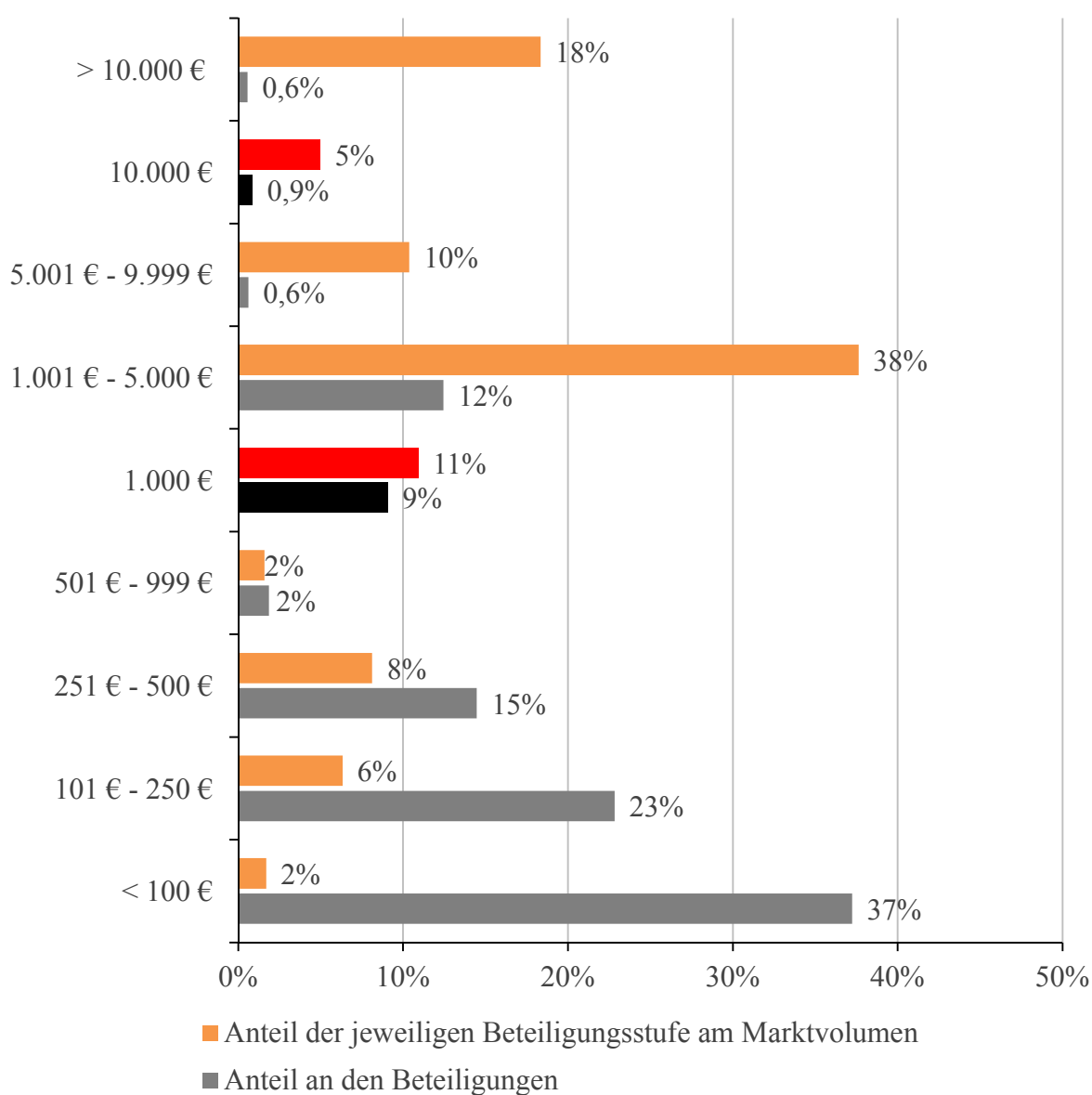


Abb. 29: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfundingmarkt (bis zu elf Monate vor dem KASG; n = 12.606 Investments, N = 22 Emissionen von Companisto und Seedmatch)

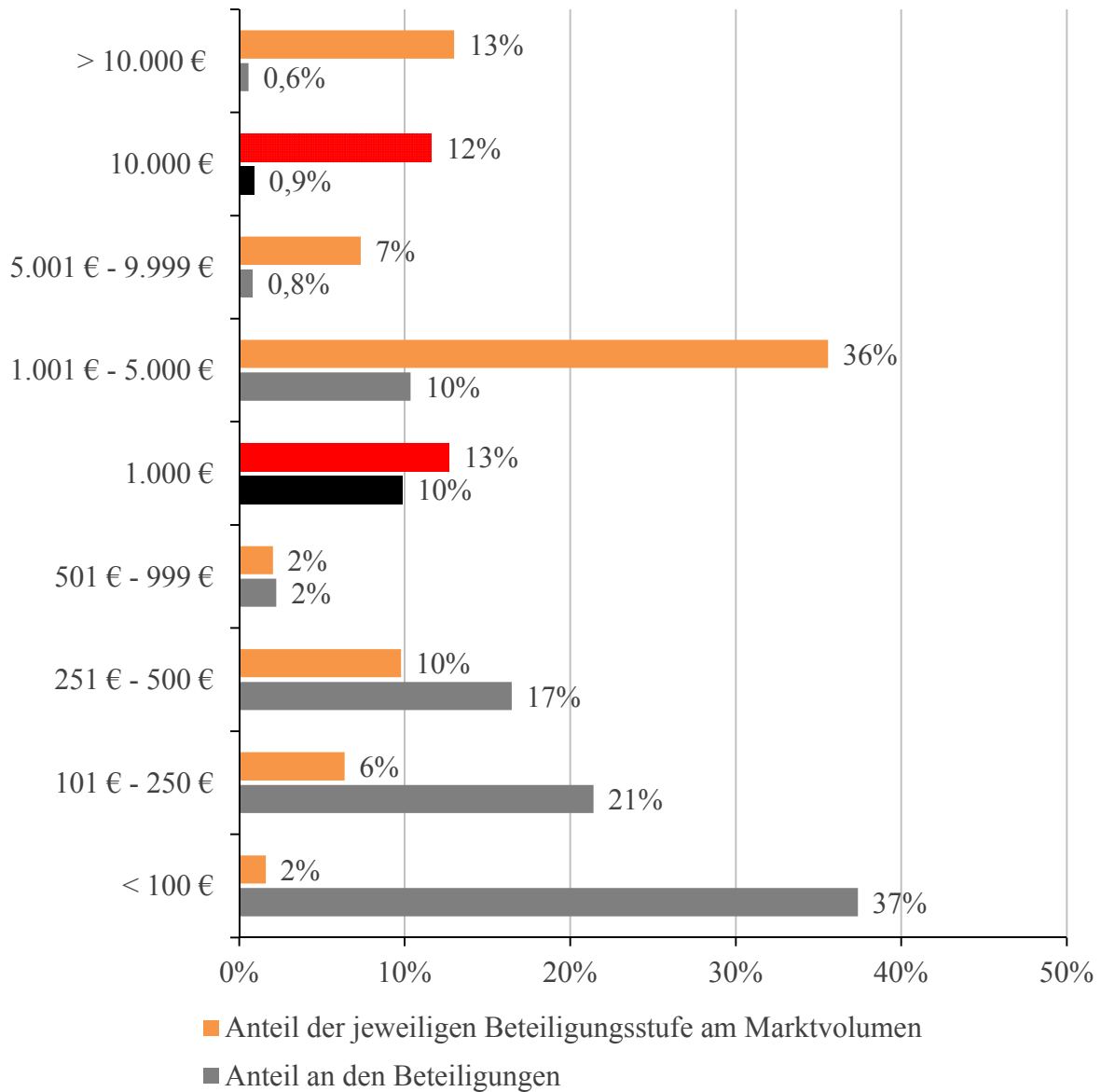


Abb. 30: Beteiligungshöhen auf dem Crowdfundingmarkt (bis zu elf Monate nach dem KASG; n = 9.129 Investments, N = 15 Emissionen von Companisto und Seedmatch)

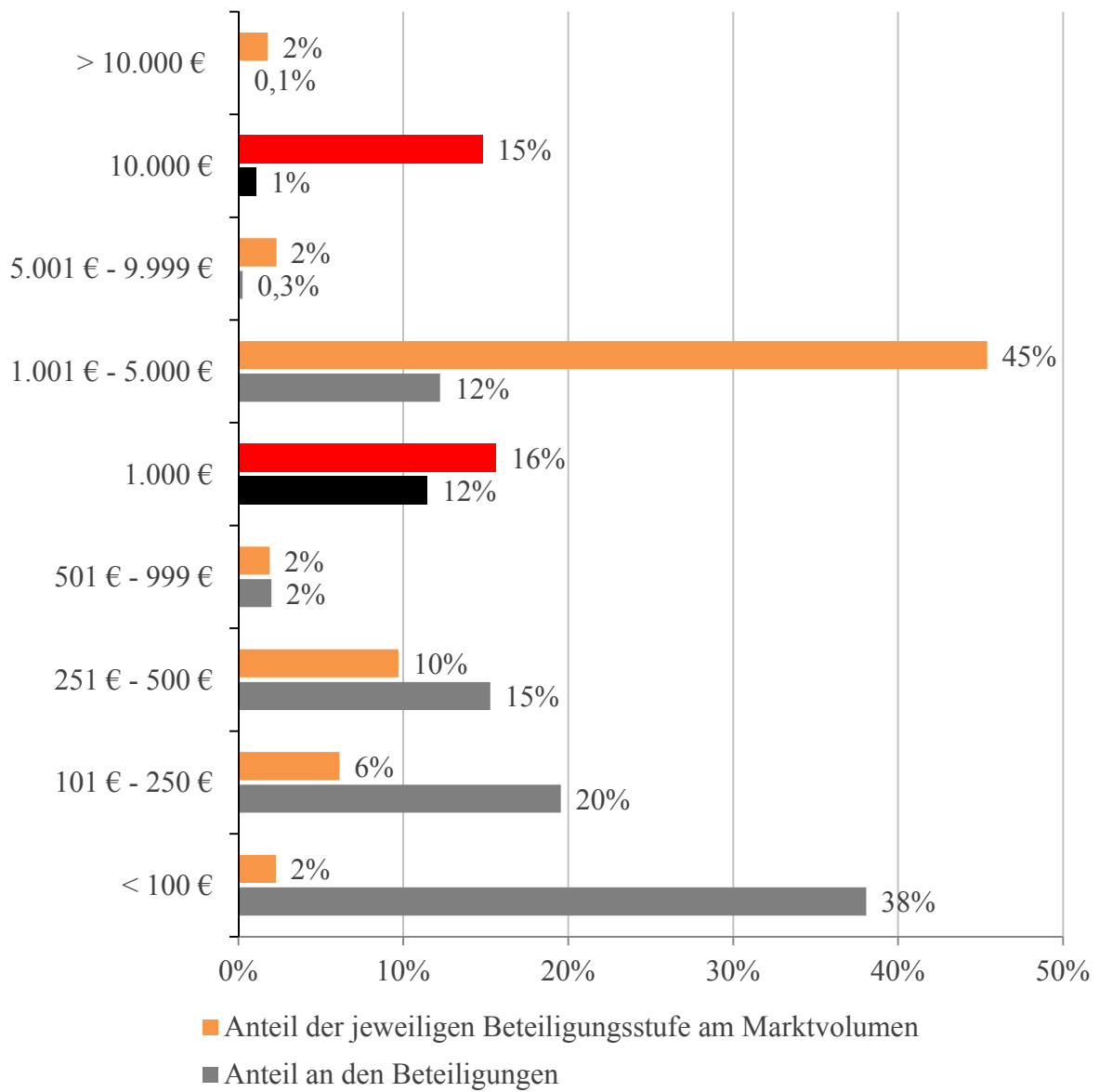
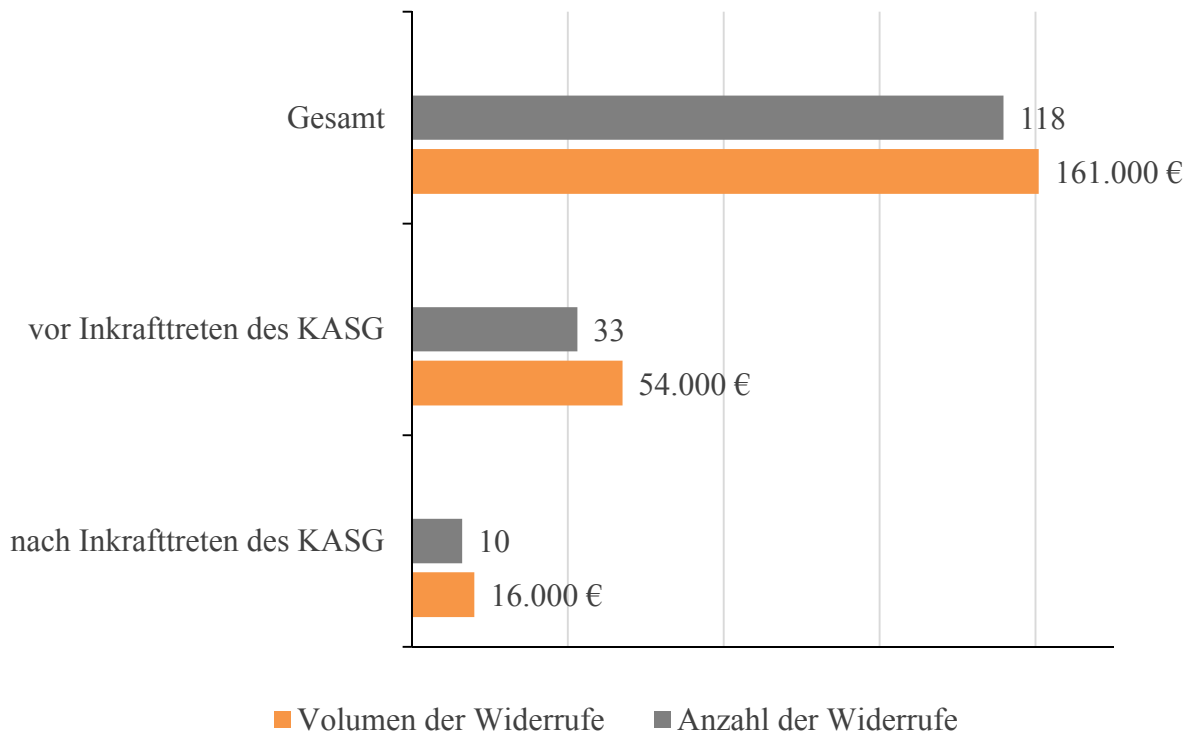


Abb. 31: Anzahl der Widerrufe sowie das widerrufenene Investitionsvolumen für 34 Emissionen im Zeitraum vom 1.8.2011 bis 1.6.2016 sowie 10 Emissionen 11 Monate vor und 4 Emissionen 11 Monate nach des Inkrafttretens des KASG auf der Plattform Seedmatch



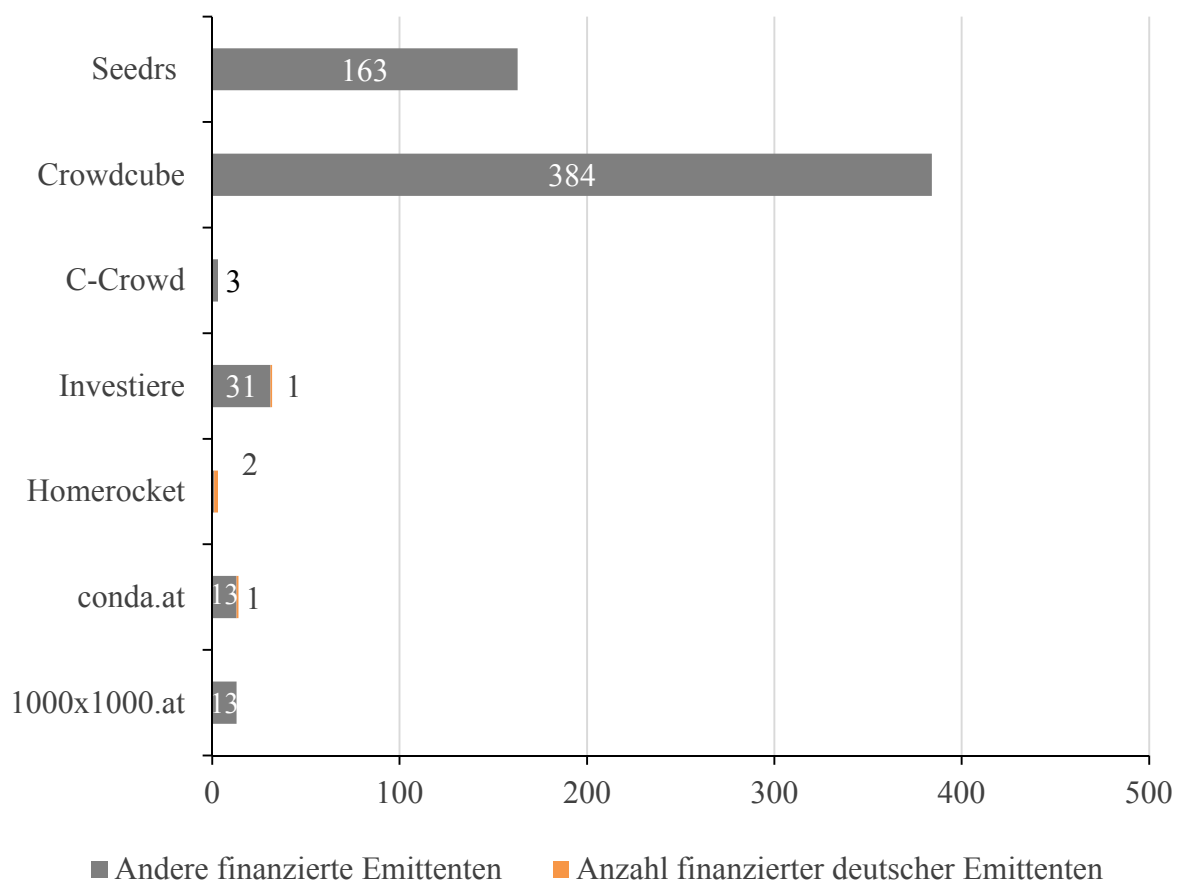
2.10. Marktkonsolidierung

Bislang hat keine deutsche Crowdfunding-Plattform ihren Sitz ins Ausland verlegt. Allerdings schlossen sich zwei deutsche Crowdfunding-Plattformen mit dem österreichischen Portal Conda zusammen. Bereits im Jahr 2014 vollzog die Münchner Mashup Finance den Zusammenschluss und im Jahr 2016 die Plattform Bankless24.

2.11. Ausländische Crowdfunding-Plattformen

Dass ausländische Crowdfunding-Plattformen über Tochtergesellschaften oder Zweigniederlassungen in Deutschland verfügen, ist bislang nicht bekannt. Allerdings könnten sich deutsche Emittentinnen prinzipiell auch auf den großen Portalen im Ausland finanzieren. Naheliegender sind hier vor allem das deutsch- und englischsprachige Ausland (Österreich, Schweiz, Großbritannien, USA). In den USA war Crowdfunding durch Kleinanleger (*non-accredited investors*) lange Zeit nicht möglich, da die amerikanische Finanzmarktaufsicht bis Mai 2016 keine konkreten Regeln zur Umsetzung des JOBS Act geschaffen hatte. Für Österreich, die Schweiz und Großbritannien wurden die folgenden sieben Plattformen untersucht: 1000x1000 (AT), C-Crowd (CH), Conda (AT), Crowdcube (GB), Home Rocket (AT), Investiere (CH) und Seedrs (GB). Auf Anfrage teilte Crowdcube mit, dass nur haftungsbeschränkte Unternehmen aus Großbritannien und keine ausländischen Unternehmen auf dem Portal finanziert würden. Zudem sind auf dem Portal die finanzierten Emittentinnen mit Handelsregisternummern aus Großbritannien hinterlegt. Die Emittentinnen ohne britische Handelsregisternummern stammten nach eigenen Recherchen beim deutschen und britischen Unternehmensregister jedenfalls nicht aus Deutschland. Auch für Seedrs sind die Firmensitze der Emittentinnen bis Anfang 2016 überprüft worden. Jedoch konnte kein auf Seedrs finanziertes Unternehmen einen Sitz in Deutschland vorweisen. Immerhin eines der 14 auf dem österreichischen Portal Conda, welches mit den deutschen Portalen Mashup Finance und Bankless24 fusionierte, finanzierten Unternehmen hatte seinen Sitz in Deutschland. Beim österreichischen Immobilienfinanzierer Home Rocket waren es sogar zwei von drei Finanzierungen, bei denen die Emittentinnen aus Deutschland kamen. Auf Investiere, einer der beiden Schweizer Plattformen, ist lediglich eine deutsche Emittentin finanziert worden. Auf C-Crowd war es keine einzige. Andererseits bieten ausländische Emittentinnen Anteile auf deutschen Portalen an. Im Jahr 2016 konnten die Innovestment Nutzer beispielsweise Anteile der Schweizer Polarmond AG erwerben.

Abb. 32: Anzahl finanziert deutscher Emittentinnen auf Crowdfunding-Plattformen in Österreich und Großbritannien bis zum 1.6.2016



Seedrs bis 31.12.2015

3. §§ 2b, 2c VermAnlG: Befreiungen für soziale Projekte sowie für gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften

3.1. Methodische Herangehensweise

Ziel dieses Abschnitts ist die Identifikation und Charakterisierung von Emittentinnen, die unter die Befreiungsvorschriften in § 2b und § 2c VermAnlG fallen könnten. Somit liegt der Fokus nicht ausschließlich auf Emittentinnen, die die relevanten Befreiungsvorschriften erfüllen. Im Vergleich zu den Schwarmfinanzierungen ist der Markt, auf dem sich Emittentinnen mit sozialen und gemeinnützigen Projekten finanzieren, sehr viel weniger transparent. Deshalb haben wir eine andere methodische Herangehensweise gewählt.

Zur Erhebung der relevanten Daten wurde ein mehrstufiges Verfahren angewendet. In der ersten Stufe wurden die relevanten Bereiche identifiziert, in denen soziale und gemeinnützige Projekte durchgeführt werden, sowie potentielle Emittentinnen ermittelt. In der zweiten Stufe fand eine Datenerhebung zu den durchgeführten Projekten und ausgegebenen Vermögensanlagen der zuvor identifizierten Emittentinnen statt.

Zunächst haben wir durch Expertengespräche mit Verbänden und Praktikern die Bereiche ermittelt, in denen Emittentinnen mit sozialen und gemeinnützigen Projekten tätig sein könnten. Die dabei ermittelten Bereiche lassen sich wie folgt zusammenfassen.

§ 2b (soziale Projekte) umfasst folgende Bereiche:

- Energieprojekte
- Wohnprojekte
- Dorfläden
- Lebens- und Arbeitsgemeinschaften
- Sonstige (z.B. Freizeitvereine, Interessensgemeinschaften)

§ 2c (gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften) umfasst folgende Bereiche:

- Kirchen und Religionsgemeinschaften
- Freie Schulen (z.B. Waldorfschulen, Montessorischulen)
- Stiftungen
- Pflegeeinrichtungen (z.B. Hospize)
- Sonstige (z.B. Hilfswerke, Sportvereine, Fördervereine)

Für diese Bereiche führten wir eine umfangreiche Online-Recherche über Google durch, um die einzelnen Emittentinnen sowie deren Kontaktinformationen zu erheben. Ebenfalls wurden Verbände aus den oben genannten Bereichen auf Bundes- und Landesebene mit der Bitte kontaktiert, uns mit der Nutzung interner Verteilerlisten zu unterstützen. Über Expertengespräche konnten wir zudem vereinzelt relevante Emittentinnen identifizieren. Anschließend erfolgte die Aussendung einer ersten Kontakt-Email mit Hintergrundinformationen zur Untersuchung, deren Zielsetzung und der Bitte um Kooperation. Außerdem haben wir versucht, Emittentinnen zusätzlich telefonisch zu kontaktieren. Die Emittentinnen erhielten die Fragebögen in digitaler Form sowie ein Begleitschreiben mit weiteren Informationen zur Untersuchung. Nach etwa zwei Wochen wurden die Emittentinnen, die nicht geantwortet hatten, nochmals von uns kontaktiert. Abb. 33 gibt einen Überblick über relevanten Bereiche und die Anzahl der kontaktierten Emittentinnen in den einzelnen Bereichen. Die Gruppe der sozialen Projekte ist dabei rund doppelt so groß wie die der gemeinnützigen Projekte.

Abb. 33: Anzahl der kontaktierten Emittentinnen zu §§ 2b - 2c VermAnlG

	Kontakte
§ 2b	344
Energieprojekte	121
Wohnprojekte	93
Dorfläden	36
Lebens- und Arbeitsgemeinschaften	65
Sonstige (z.B. Freizeitvereine, Interessensgemeinschaften)	29
§ 2c	163
Kirchen und Religionsgemeinschaften	5
Freien Schulen (z.B. Waldorfschulen, Montessorischulen etc.)	37
Stiftungen	53
Pflegeeinrichtungen (z.B. Hospize.)	18
Sonstige (z.B. Hilfswerke, Sportvereine, Fördervereine)	50
	N=507

Darüber hinaus wurden Anfragen über soziale Medien, insbesondere Facebook, getätigt. Dabei wurde in relevanten Facebook-Gruppen zum Thema Crowdfunding/-investing um die

Mithilfe bei der Identifizierung von Projekten gebeten, die unter die Ausnahmegesetze von § 2b und § 2c VermAnlG fallen. Daraus ergab sich kein verwertbarer Kontakt. Es gab einige Antworten von Expertinnen und Experten auf unsere Facebook-Posts mit dem Hinweis, ihnen seien keine solche Projekte bekannt. Beide Facebook-Gruppen haben zusammen über 11.000 Mitglieder, die sich in großen Teilen aus Expertinnen und Akteurinnen auf dem Gebiet des Crowdfundings zusammensetzen. Wir schließen daraus, dass es sich bei den Personen, die hinter den Emittentinnen mit sozialen und gemeinnützigen Projekten sowie Religionsgemeinschaften stehen, um wenig Social Media-affine Personen handelt. Auch zeigen diese negativen Rückmeldungen auf Facebook, dass sich die betreffenden Emittentinnen bisher wenig online organisieren. Vielmehr liegt es nahe, dass meist ein persönlicher Kontakt zwischen Emittentinnen und Investorinnen besteht.

3.2. Datenerhebung und Datensatz

Die Charakterisierung der relevanten Emittentinnen erfolgt über den Fragebogen (siehe Anhang), der sowohl qualitative als auch quantitative Elemente enthält. Der Fragebogen ist wie folgt aufgebaut:

1. Angaben zur Emittentin/ zum Emittenten
2. Angaben zum finanzierten Projekt
3. Angaben zur Vermögensanlage
4. Allgemeine Fragen zur Finanzierung.

Durch diese Struktur ermöglicht der Fragebogen eine Charakterisierung der Emittentin/ des Emittenten, 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?“) und quantitative Fragen (z.B. „Wie hoch war der Gesamtverkaufspreis aller Anteile der Vermögensanlage zur Finanzierung des Projekts?“). Der letzte Teil des Fragebogens besteht aus Perzeptionsfragen, bei denen die Emittentinnen verschiedene Aussagen bewerten (z.B. „Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform“). Diese Perzeptionsfragen ermöglichen es, eine genauere Charakterisierung der Beweggründe für die Ausgabe der spezifischen Vermögensanlage vorzunehmen.

Von den von uns im Zeitraum vom 30.6.2016 bis zum 12.8.2016 versandten 507 Fragebögen erhielten bis wir zum 7.9.2016 insgesamt 45 ausgefüllt zurück. Die Zahl der beantworteten Fragebögen verteilt sich folgendermaßen auf die einzelnen Bereiche:

Abb. 34: Beantwortete Fragebögen zu §§ 2b - 2c VermAnlG

	Antworten
§ 2b	32
Energieprojekte	12
Wohnprojekte	8
Dorfläden	8
Lebens- und Arbeitsgemeinschaften	3
Sonstige (z.B. Freizeitvereine, Interessensgemeinschaften)	1
§ 2c	13
Kirchen und Religionsgemeinschaften	0
Freien Schulen (z.B. Waldorfschulen, Montessorischulen etc.)	4
Stiftungen	5
Pflegeeinrichtungen (z.B. Hospize.)	0
Sonstige (z.B. Hilfswerke, Sportvereine, Fördervereine, Energie)	4
	N=45

Insgesamt erhielten wir von 9% der angeschriebenen Emittentinnen einen Fragebogen mit Informationen zurück. Da die Emittentinnen erstmals durch das ifo Institut kontaktiert wurden und die Befragung im Zeitraum Juni bis August stattfand, ist die Rücklaufquote als vergleichsweise hoch einzuschätzen.

Wie die Abb. 34 zeigt, haben wir wesentlich mehr Antworten aus dem Bereich sozialer Projekte erhalten als aus dem Bereich gemeinnütziger Projekte und Religionsgemeinschaften. Aus dem Umfeld der Religionsgemeinschaften haben wir keine Antwort erhalten. Deshalb

sprechen wir im weiteren Verlauf des Berichtes, der Lesbarkeit und Übersichtlichkeit halber, von gemeinnützigen Projekten, wenn es um die Befreiungen nach § 2c VermAnlG geht.

Die Vorgehensweisen zur Ermittlung der Emittentinnen unterscheiden sich sehr 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 haben wir versucht, durch umfangreiche Recherchen die Grundgesamtheit zu erschließen. Dabei waren wir auf die Aussagen von Expertinnen und Experten angewiesen, in welchen Bereichen potentiell soziale oder gemeinnützige Projekte durchgeführt werden bzw. wer als Religionsgemeinschaft von dem Gesetz berührt sein könnte. Die Befragung fand selbstverständlich auf freiwilliger Basis statt. Aus der Freiwilligkeit der Teilnahme können 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. Weiterhin erhielten wir von zahlreichen Emittentinnen den Hinweis, dass sie aufgrund ihrer ehrenamtlichen Organisationsstruktur keine Kapazitäten zur Teilnahme an der Studie hätten. Außerdem sind bei den sozialen Projekten der Kategorie „Dorfladen“ 5 von 8 Fragebögen durch eine Vereinigung beantwortet worden. Diese Vorbehalte sollte man bei der Bewertung der Aussagen berücksichtigen, insbesondere, weil die Stichprobe mit 45 Beobachtungen klein ist. Auch wenn der erhobene Datensatz nicht als repräsentativ angesehen werden kann, ermittelt die Studie doch erstmals die Finanzierungsmuster von sozialen und gemeinnützigen Projekten und gibt dadurch wichtige Hinweise auf deren Finanzierungsverhalten.

Rund 80% der hier untersuchten Projekte wurden im Zeitraum zwischen 2010 und 2015 realisiert bzw. es wurde mit der Realisierung begonnen. Einige Projekte hatten ihren Projektstart bereits zuvor. Nach Einführung des KASG im Juli 2015 wurden drei Projekte durchgeführt. Aufgrund der geringen Zahl an Beobachtungen insbesondere nach Einführung des KASG

können wir keinen Vergleich zwischen der Zeit vor und nach der Gesetzesänderung durchführen.

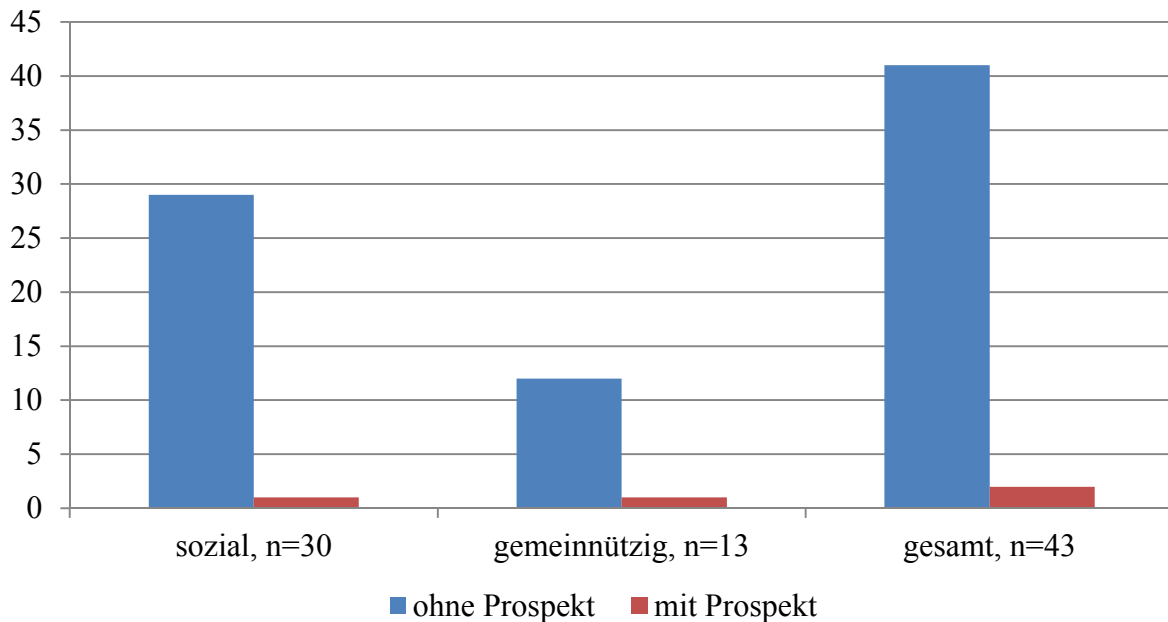
Von den drei Projekten, die nach Inkrafttreten des KASG realisiert wurden, begann eines im August 2015. Falls die Emission dieser Vermögensanlage bereits vor Inkrafttreten des KASG begonnen hätte, kann sie von der Übergangsregelung bis Ende des Jahres 2015 Gebrauch machen und damit von möglichen Änderungen unbeeinflusst sein (§ 32 Abs. 10 VermAnlG). Zwei Projekte wurden im Jahr 2016 durchgeführt. Dabei handelt es sich zum einen um ein Projekt im Bereich Wohnen. Die Emittentin hatte bereits 2014 eine Vermögensanlage ausgegeben und die Merkmale der Vermögensanlage, die nach Inkrafttreten des KASG ausgegeben wurde, unterscheiden sich nicht von der in 2014 emittierten Vermögensanlage. Bei dem anderen Projekt aus dem Jahr 2016 handelt es sich um ein sehr kleines gemeinnütziges Projekt. Die Untersuchung zeigt also, welche Wahl vor Einführung des KASG bei der Emission von Vermögensanlagen getroffen wurde. Zu diesem Zeitpunkt war ihre Wahl nicht von den Regelungen des KASG beeinflusst.

Nicht alle Fragebögen wurden vollständig ausgefüllt. Deshalb variiert die Zahl der Beobachtungen zwischen den einzelnen Fragestellungen.

3.3. Anzahl der Projekte mit bzw. ohne Prospekt

Abb. 35 zeigt, wie häufig die von uns befragten Emittentinnen bei der Ausgabe einer Vermögensanlage einen Prospekt veröffentlicht haben.

Abb. 35: Anzahl der Projekte mit und ohne Prospekt (N=43)



Sowohl im sozialen als auch im gemeinnützigen Bereich hat jeweils nur ein Projekt einen Prospekt veröffentlicht. Insgesamt geben 6 Projekte an, einen Prospekt veröffentlicht zu haben. Dies deutet darauf hin, dass eine gewisse Unsicherheit bezüglich der Begrifflichkeit bestanden hat. Bei Nachfrage ergab sich, dass oft ein Werbeprospekt oder ähnliches als Prospekt verstanden wurde, nicht ein Prospekt nach den Vorgaben des VermAnlG.²¹ Die beiden Emissionen mit Prospekt wurden deutlich vor Einführung des KASG getätigt.

3.4. 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 zwei Emittentinnen, dass keine Rückzahlung geplant sei. Gleichzeitig ließen 6 Emittentinnen diese Fra-

²¹ In den Fallbeispielen sind die Projekte gekennzeichnet, die die Frage nach einem Prospekt zwar bejaht haben, es sich aber nicht um einen Prospekt nach VermAnlG handelt.

ge unbeantwortet. Damit erklärten von den 45 befragten Emittentinnen 38, dass die Rückzahlung der Vermögensanlage bisher planmäßig verlaufe.

Jedoch sollte insbesondere im Hinblick auf diese Frage der Selbstselektionseffekt der beteiligten Unternehmungen 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.

3.5. Verkaufspreise der Vermögensanlage

In den beiden folgenden Abbildungen zeigen wir für verschiedene Größenklassen die Zahl der ausgegebenen Vermögensanlagen sowie die Summe der in der jeweiligen Größenklasse erlösten Verkaufspreise relativ zur Summe aller erlösten Verkaufspreise. Aus Abb. 36 geht hervor, dass im Bereich sozialer Projekte überwiegend Vermögensanlagen mit einem Verkaufspreis bis 250.000 EUR emittiert wurden. Ein Drittel der Emissionen umfasste einen Verkaufspreis zwischen 100.000 EUR und 250.000 EUR. 20% der Vermögensanlagen wiesen einen Verkaufspreis bis 50.000 EUR auf. Immerhin 16% der Emissionen erlösten mehr als 2,5 Mio. EUR. Über 80% der Mittel wurden durch die 7 Vermögensanlagen mit einem Verkaufspreis über 1 Mio. EUR aufgebracht.

Abb. 36: Verkaufspreis für soziale Projekte (N=31)

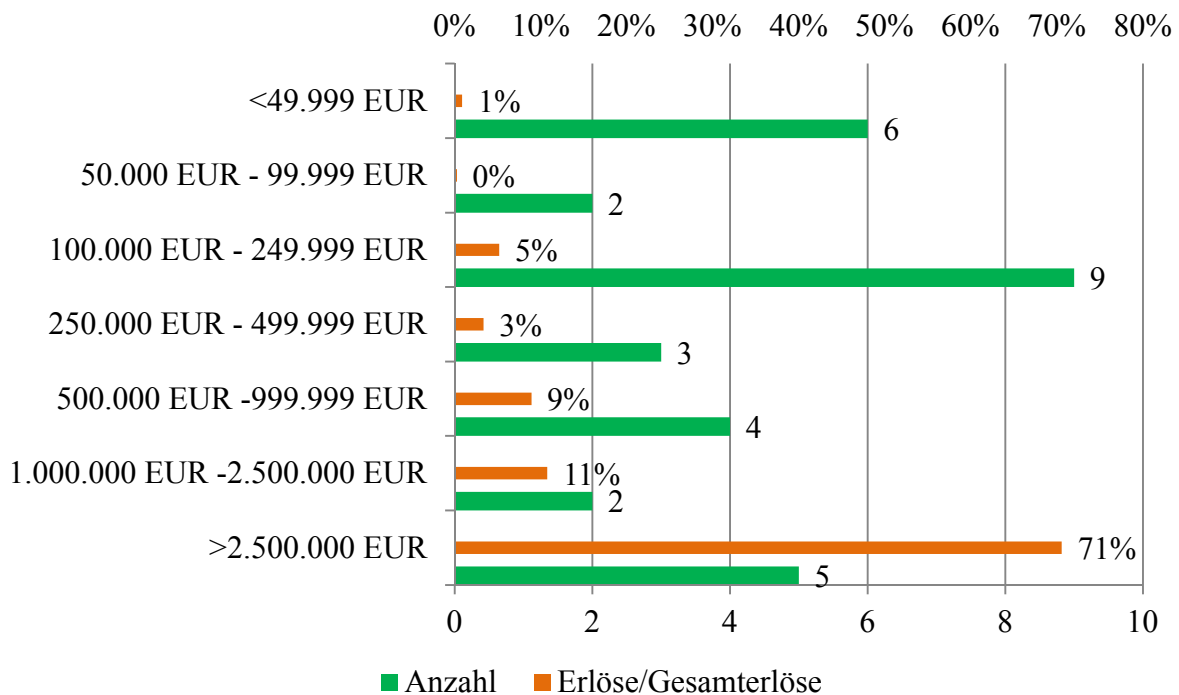
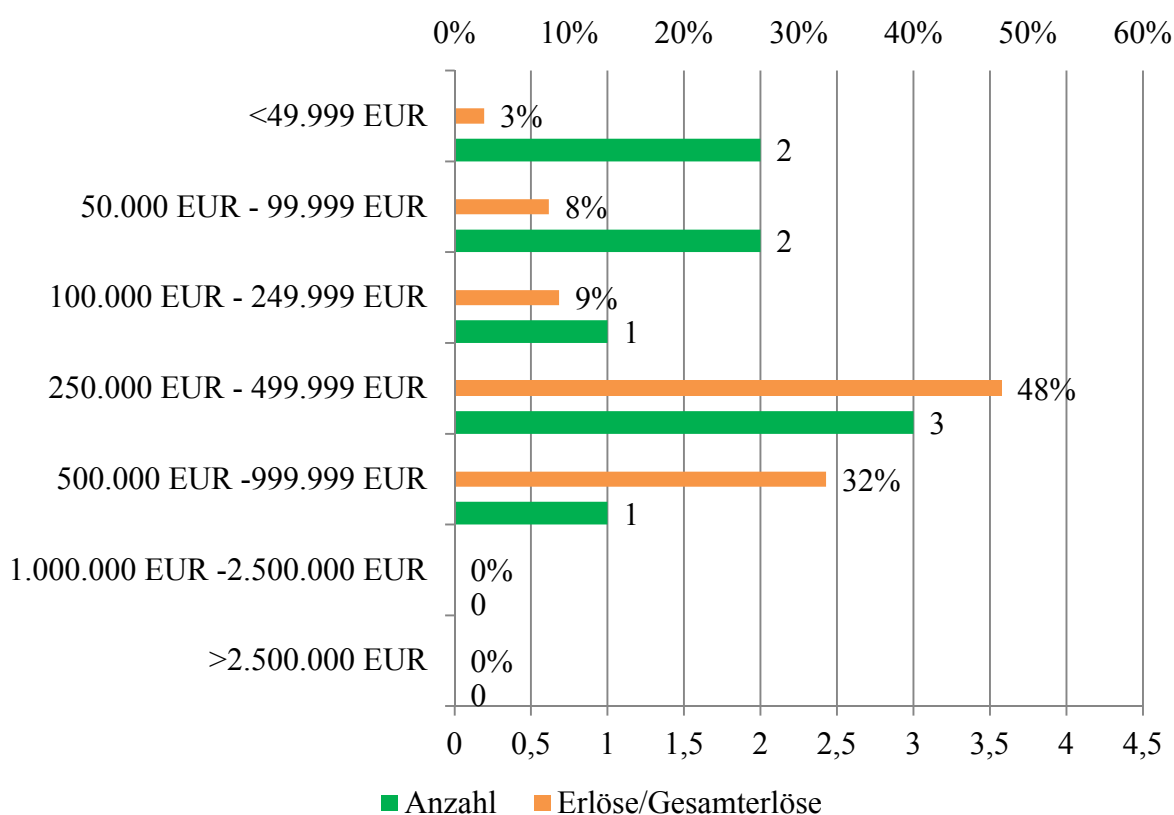


Abb. 37 beschreibt die Verkaufserlöse für Vermögensanlagen im gemeinnützigen Bereich. Auch hier wird bei knapp der Hälfte der Vermögensanlagen ein Verkaufspreis bis zu 250.000 EUR erzielt. Allerdings wurden keine Vermögensanlagen mit einem Verkaufspreis von über 1 Mio.EUR ausgegeben. Und auch im Bereich zwischen 250.000 EUR und 1 Mio. EUR lag die Mehrheit der Emissionen (mit einem Drittel aller Emissionen) zwischen 250.000 EUR und 500.000 EUR. 80% der Verkaufserlöse stammen von den 4 Vermögensanlagen mit den vergleichsweise hohen Verkaufspreisen von über 250.000 EUR.

Aus dieser Beschreibung lässt sich schließen, dass gerade im Bereich gemeinnütziger Emittentinnen Vermögensanlagen mit geringerem Volumen emittiert wurden als im sozialen Bereich. Dies kann daran liegen, dass die Projekte kleiner sind oder nur ein geringerer Teil durch die Vermögensanlage finanziert wurde. Wie Abschnitt 3.10. zeigt, trifft beides zu.

Abb. 37: Verkaufspreis für gemeinnützige Projekte (N=9)



3.6. Vereinbarte Sollzinssätze

In den folgenden beiden Abbildungen sind die Zinssätze für soziale und gemeinnützige Projekte im Zeitverlauf dargestellt. Dabei haben wir uns in dieser Darstellung auf Nachrangdarlehen und partiarische Darlehen konzentriert. Weitere Finanzierungsinstrumente wie Darlehen gegen Bankbürgschaften oder unverzinsliche wurden hier bewusst ausgelassen, da diese nicht als Vermögensanlage nach § 1 Abs. 2 VermAnlG zu werten sind und damit nicht unter den Anwendungsbereich des KASG fallen.

Bei den in Abb. 38 dargestellten Emittentinnen im sozialen Bereich haben wir Informationen über die Zinssätze für 14 Nachrangdarlehen und ein partiarisches Darlehen erhalten. Vielfach wurde eine Spanne von Zinssätzen genannt. Nur bei einem Nachrangdarlehen wurde keine Verzinsung vereinbart. Es konnte nicht geklärt werden, weshalb Zinsspannen angegeben wurden und ob sich die Zinssätze auf verschiedene Vermögensanlagen bezogen (siehe auch 4.2.1.1).

Abb. 38: Sollzinssätze für soziale Projekte*

Ausgabejahr	Finanzierungsinstrument	Sollzinssatz
2007	Nachrangdarlehen	4,3%
2010	Nachrangdarlehen	2,5%
2010	Nachrangdarlehen	2,5%-4,5%
2010	Nachrangdarlehen	2%-3,5%
2011	Nachrangdarlehen	3%
2012	Nachrangdarlehen	0,1%-2%
2013	Nachrangdarlehen	0%
2013	Nachrangdarlehen	unterschiedlich
2013	Nachrangdarlehen	2,5%
2014	Nachrangdarlehen	1%-2,25%
2014	Partiarisches Darlehen mit Nachrang	3,75%
2015	Nachrangdarlehen	2%
2015	Nachrangdarlehen	1%-3,1%
2015	Nachrangdarlehen	2,7%
2016	Nachrangdarlehen	1%-2,25%

*: Angaben der Sollzinssätze aus den Fragebögen übernommen

Von den gemeinnützigen Emittentinnen wurden 7 Nachrangdarlehen ausgegeben. Davon wurde bei 4 Nachrangdarlehen keine Verzinsung vereinbart. Abb. 39 zeigt die Zinssätze der 3 verzinslichen Nachrangdarlehen.

Abb. 39: Sollzinssätze für gemeinnützige Projekte *

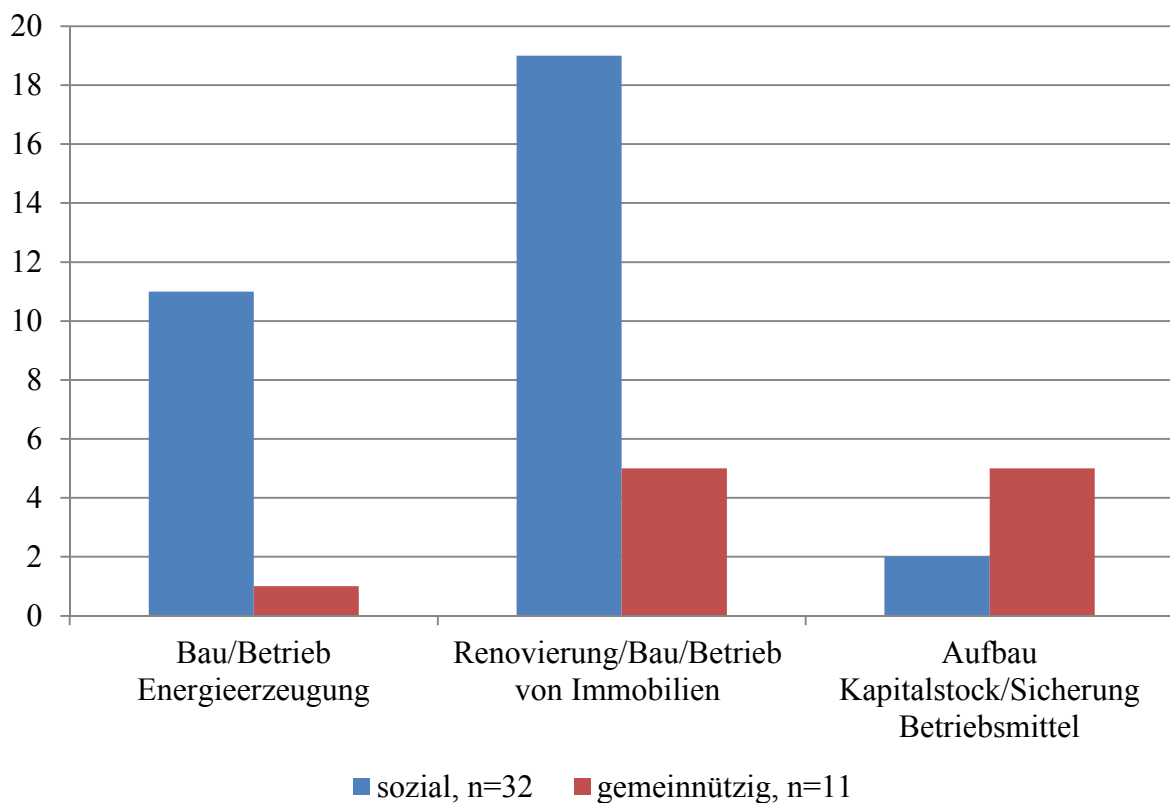
Ausgabejahr	Finanzierungsinstrument	Sollzinssatz
1975	Nachrangdarlehen	0%
1993	Nachrangdarlehen	0%
2010	Nachrangdarlehen	0%-4%
2011	Nachrangdarlehen	1%-3%
2012	Nachrangdarlehen	2,4%
2013	Nachrangdarlehen	0%
2016	Nachrangdarlehen	0%

***Angaben der Sollzinssätze aus den Fragebögen übernommen**

3.7. Ziele der Emittentinnen

Gem. § 2b Abs. 2 VermAnlG können nur solche Emittentinnen von der Befreiung Gebrauch machen, die ein in der Satzung festgeschriebenes soziales Ziel verfolgen. Wir wollen im Folgenden die Ziele darstellen, die für die Projekte von sozialen und gemeinnützigen Emittentinnen genannt wurden. Die Ziele lassen sich grob in drei Kategorien unterteilen: Bau/Betrieb von Anlagen zur Energieerzeugung, Renovierung/Bau/Kauf oder der Betrieb von Immobilien und Aufbau eines Kapitalstocks zur Liquiditätssicherung des betreffenden Projektes. In Abb. 40 ist die Verteilung auf diese drei breit gefassten Bereiche graphisch dargestellt.

Abb. 40: Verwendung der Vermögensanlage (N=43)



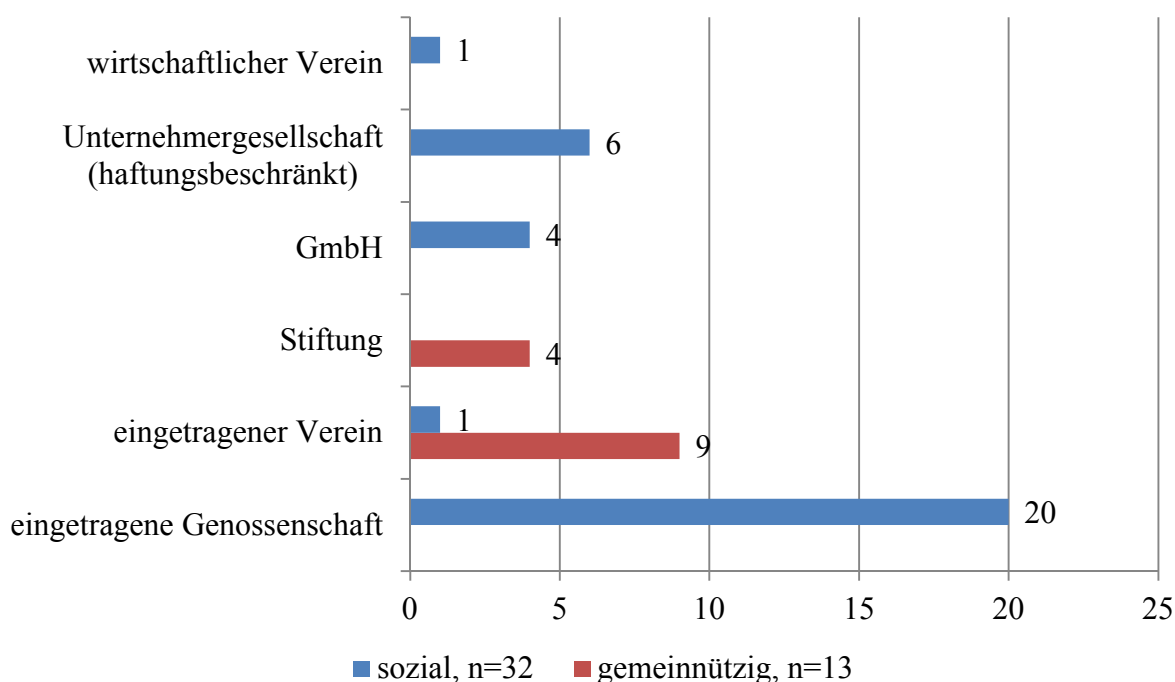
Aus der Abbildung geht hervor, dass die meisten Vermögensanlagen von sozialen Projekten zum Bau, Kauf oder Betrieb von Immobilienprojekten sowie für Renovierungen verwendet werden, gefolgt vom Aufbau/Betrieb von Anlagen zur Energieerzeugung. Dieses Ergebnis erklärt sich dadurch, dass das Ziel vieler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

Bei den gemeinnützigen Projekten wurden die Mittel für den Bau/Umbau vor allem von Schulen eingesetzt. Gleichzeitig nutzen die Schulen die aus den sogenannten „Elterndarlehen“ verfügbaren Mittel, um einen Teil ihrer Betriebsmittel zu finanzieren.

3.8. Organisationsform der Emittentinnen

Projekte, die sich als sozial klassifizierten, organisieren sich hauptsächlich als Genossenschaft. Dahingegen favorisieren Projektgesellschaften, die als gemeinnützig anerkannt sind, die Rechtsform eines eingetragenen Vereins oder einer Stiftung. Diese hohe Diskrepanz zwischen den Organisationsformen der beiden Untergruppen ist nicht verwunderlich, da bereits die Grundidee einer Genossenschaft, nämlich eines Zusammenschlusses von Personen mit dem Ziel der Förderung ihrer Mitglieder, in Widerspruch zur Definition von Gemeinnützigkeit steht (siehe auch Abschnitt 4.2.2.1.). Für gemeinnützige Projekte bieten die Rechtsform einer Stiftung und eines eingetragenen Vereines wesentlich bessere Möglichkeiten ihre Ziele umzusetzen.

Abb. 41: Organisationsformen der Emittentinnen (N=45)



3.9. 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 32 sozialen Projekten fallen 28 Projekte unter die in § 2b Abs. 2 VermAnlG definierten Größenordnungen hinsichtlich Bilanzsumme und Umsatz (wobei wir bei Emittentinnen, die nur eine der beiden Größen angeben haben, auf die Größenordnung der fehlenden Position schließen). Insgesamt 4 Emittentinnen sind so groß, dass sie nicht unter die Befreiungsvorschriften des § 2b Abs. 2 VermAnlG fallen würden. Gemeinnützige Projekte wurden von uns als solche klassifiziert, wenn sie im Fragebogen angegeben haben, dass sie nach § 52 Abs. 2 S. 1 AO gemeinnützig seien. Damit würden alle 13 gemeinnützigen Emittentinnen die Voraussetzungen des § 2c Abs. 2 VermAnlG erfüllen.

Ob die Befreiung nach §§ 2b, 2c VermAnlG tatsächlich genutzt werden kann, hängt von der Ausgestaltung der Vermögensanlage ab. Für 43 Projekte stehen ausreichend Informationen zur Verfügung, um die Anwendbarkeit der Ausnahmen und der Befreiungstatbestände zu beurteilen. Hier ist zu beachten, dass fast alle Projekte vor Einführung des KASG durchgeführt

wurden. Für die sozialen Projekte können wir auf 30 Fragebögen zurückgreifen. Von diesen 30 Projekten würden 4 vom gesamten Pflichten- und Haftungskatalog des VermAnlG erfasst werden. Für alle anderen Projekte kommen die Ausnahme- bzw. Befreiungsregelungen zum Tragen. Es gibt ein Projekt, das die meisten Voraussetzungen des Befreiungstatbestandes nach § 2b VermAnlG erfüllt. Allerdings kann nicht abschließend beurteilt werden, ob § 2b Abs. 3 VermAnlG hinsichtlich des Sollzinssatzes erfüllt wäre. Dies 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. Abb. 42 gibt einen Überblick über die genutzten Ausnahmen und Befreiungen.

Abb. 42: Erfüllung der Ausnahme- und Befreiungstatbestände

	sozial	gemeinnützig
Anzahl Projekte	30	13
Anwendung des VermAnlG¹		
Ja	4 (+1)	0 (+1)
nein	26 (-1)	13 (-1)
Gründe für Nichtanwendung des VermAnlG²		
Keine Vermögensanlage		6
§ 2 Abs. 1 Nr. 1	9	
§ 2 Abs. 1 Nr. 1a	11	
§ 2 Abs. 1 Nr. 3a	8	3
§ 2 Abs. 1 Nr. 3b	7	3
§ 2b	0 (+1)	-
§ 2c	-	1 (+1) ³
¹ : +1/-1: Es gibt je ein soziales und ein gemeinnütziges Projekt, das unter die Befreiung von § 2b bzw. § 2c VermAnlG fallen könnte, falls der Sollzins niedrig genug ist. Bei beiden Projekten wurde eine Spanne von Zinssätzen angegeben. ² : ein Projekt kann unter mehrere Ausnahmetatbestände fallen ³ : dabei handelt es sich um ein unverzinstes Nachrangdarlehen		

Bei den 13 gemeinnützigen Projekten würden 12 von den Vorschriften des VermAnlG befreit. Ein Projekt würde sicherlich unter die Befreiungsvorschriften des § 2c fallen, da es ein unverzinstes Nachrangdarlehen ist, das unter der Grenze von 2,5 Mio. EUR liegt. Bei einem weiteren Projekt könnte § 2c möglicherweise Anwendung finden. Auch hier würde die Anwendbarkeit wieder von der Zinshöhe abhängen, die als Spanne angegeben wurde. Bei insgesamt 6 Projekten hätte die Finanzierung nicht über Vermögensanlagen gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG stattgefunden. Dies sind insbesondere die Darlehen, die von Stiftungen ausgegeben werden und mit einer Bankbürgschaft ausgestattet sind. Außerdem fallen auch unverzinsliche Darlehen (sie wurden als Darlehen und nicht Nachrangdarlehen benannt) von Schulen nicht in die Kategorie Vermögensanlage. Darüber hinaus konnten häufig die Ausnahmen von § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a und b VermAnlG angewandt 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 Vermögensanlage nur Personen innerhalb der Organisation angeboten, z.B. richtet sich das Angebot an Genossenschaftsmitglieder oder Eltern von Schülern.

3.10. Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme und Anteil der Vermögensanlagen

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

Abb. 43: Gesamtinvestitionssumme und Anteil Vermögensanlage für soziale Projekte (N=29)

Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme	2,46 Mio. EUR
Durchschnittlicher Anteil Vermögensanlage	53,0%

Bei den sozialen Projekten liegt die durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme bei knapp unter 2,5 Mio. EUR. Im Schnitt wurde etwas über 50% des Projektvolumens von sozialen Projekten durch eine Vermögensanlage finanziert.

Abb. 44: Gesamtinvestitionssumme und Anteil Vermögensanlage für gemeinnützige Projekte (N=9)

Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme	1,96 Mio. EUR
Durchschnittlicher Anteil Vermögensanlage	47,3%

Ähnliches gilt, wie aus Abb. 44 hervorgeht, für die Investitionssummen im Bereich gemeinnütziger Projekte: Hier liegt das durchschnittliche Investitionsvolumen knapp unter 2 Mio. EUR und somit niedriger als bei den sozialen Projekten. Gleichzeitig ist der prozentuale Anteil einer Vermögensanlage an der Finanzierung eines Projektes mit rund 47% geringfügig niedriger als für soziale Projekte.

3.11. Verwendete Vermögensanlagen

Abb. 45 illustriert welche Vermögensanlagen genutzt wurden und zeigt die Häufigkeit ihrer Nutzung. Für soziale Projekte stützt sich die Auswertung auf 32 Beobachtungen, da z.T. Mehrfachnennungen erfolgten und z.T. keine Angaben gemacht wurden. Charakteristisch ist hierbei insbesondere 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 als auch stille Beteiligungen. Von 9 Projekten wurden Genossenschaftsanteile genutzt, von 6 stille Beteiligungen, von einem Projekt wurden Anteile, die die Beteiligung an einem Unternehmen gewähren, ausgegeben.

Abb. 45: Von sozialen Projekten ausgegebene Vermögensanlagen (N=32)

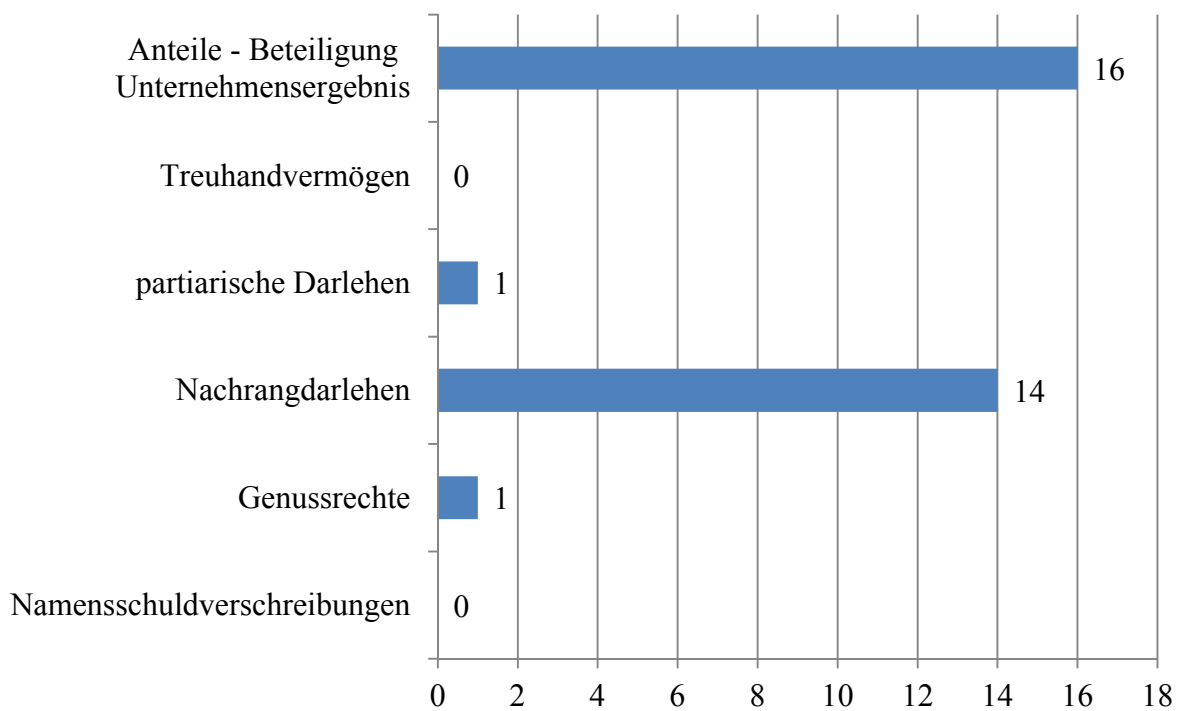
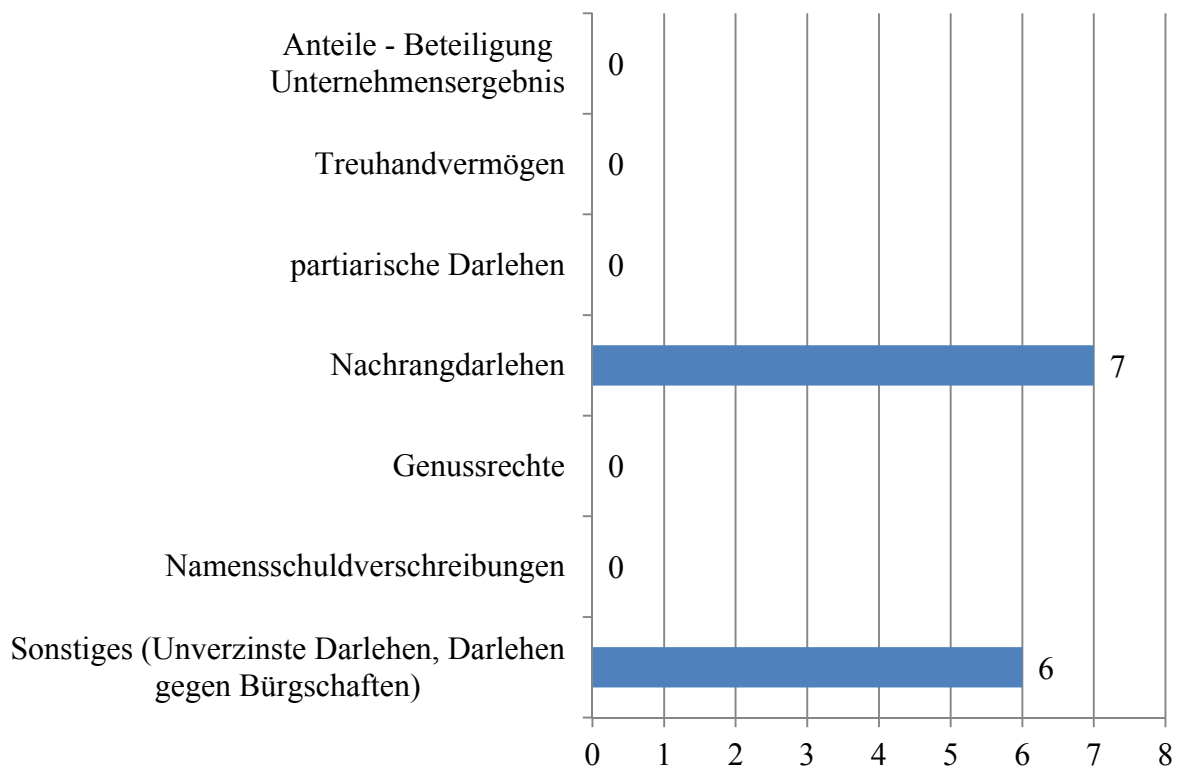


Abb. 46: Von gemeinnützigen Projekten ausgegebene Vermögensanlagen (N=13)



Auch der Großteil der gemeinnützigen Emittentinnen finanzierten sich über Nachrangdarlehen, wie Abb. 46 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.

3.12. Mittelaufnahme in Relation zur Bilanzsumme und Umsatz für soziale Projekte

In Abb. 47 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.

Abb. 47: Mittelaufnahme in Relation zu Bilanzsumme bzw. Umsatz für soziale Projekte (N=30)

Durchschnittliches Verhältnis:	
Vermögensanlage/Umsatz:	6,9
Vermögensanlage/Bilanzsumme:	0,6
Maximales Verhältnis:	
Vermögensanlage/Umsatz:	29,4
Vermögensanlage/Bilanzsumme:	3,2

Die Mittelaufnahme durch soziale Projekte beträgt im Durchschnitt ein Vielfaches des Umsatzes. Auch machen die Emissionen durchschnittlich mehr als die Hälfte der Bilanzsumme der sozialen Projekte aus. Der maximale Quotient zwischen der Vermögensanlage und dem Umsatz beträgt 29,4, der maximale Quotient von Vermögensanlage zu Bilanzsumme 3,2.²²

3.13. Perzeptionsfragen

3.13.1. Überblick

Die Abb. 48 fasst die Auswertung der Perzeptionsfragen, die am Ende des Fragebogens gestellt wurden, zusammen. 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.

²² Bei der Berechnung des maximalen Verhältnisses von Vermögensanlage zu Umsatz bzw. Bilanzsumme haben wir einen Extremwert aus dem Datensatz genommen. In diesem Fall hatte eine Emittentin in dem betreffenden Jahr zwar eine großvolumige Vermögensanlage zur Immobilienfinanzierung ausgegeben, im selben Jahr jedoch fast keinen Umsatz durch die Nutzung dieser Immobilie erzielt.

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) angeben. Außerdem hatten sie die Möglichkeit zu sagen, 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 zur Finanzierung eines Projekts gewählt, weil sie die Vermögensanlage für die am besten geeignete Finanzierungsform hielten. Insgesamt 57% 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 60% der befragten Emittentinnen erklärten, dass die Begebung einer Vermögensanlage sie unabhängiger von Banken mache (Antwortkategorie 4 und 5). Etwas weniger als die Hälfte der Emittentinnen gab an, dass sie sich dadurch langwierige Verhandlungen mit Banken sparen. Fast 80% der befragten Emittentinnen erklärten gleichzeitig, dass sich die gewählte Finanzierungsform auch im Nachhinein als optimal herausgestellt habe. Die Einschätzung wird dadurch unterstützt, dass rund 77% der Befragten angaben, dass sie den Aufwand, der mit der Emission verbunden ist, richtig eingeschätzt hätten.

Ebenfalls bewerten die meisten befragten Emittentinnen ihr gewähltes Finanzierungsinstrument, wie Nachrangdarlehen oder partiarisches Darlehen, als positiv. Über 80% der Befragten erklärten, dass steuerliche Gründe oder die Vermeidung von Mitspracherecht durch Investierende bei der Wahl ihres Finanzierungsinstruments keine Rolle gespielt hätten. Etwas differenzierter sieht das Bild für die Prospektspflicht aus. Die Hälfte der Befragten gab an, dass die mögliche Befreiung ihrer Vermögensanlage von der Prospektspflicht für ihre Wahl irrelevant sei. Jedoch bestätigten rund 27%, dass sie ihr Finanzierungsinstrument gewählt hätten, um so eine Prospektspflicht zu vermeiden.

Drei weitere Fragen beschäftigen sich mit dem Kreditzugang. Etwa 30% der Emittentinnen haben das Finanzierungsinstrument gewählt, um ihren Kreditrahmen zu schonen. Für etwa gleich viele Emittentinnen war die Frage aber irrelevant. Über die Hälfte der Emittentinnen waren der Meinung, dass Banken das Projekt finanziert hätten. 40% der Emittentinnen wurden von Banken signalisiert, dass sie das Projekt finanzieren würden.

Abb. 48. Auswertung Perzeptionsfragen (N=44)

	1 - Stimme gar nicht zu, 5 - Stimme voll zu. 6- Nicht Relevant								
	1	2	3	4	5	6	k.A.	Summe:	
Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete <u>Finanzierungsform</u>.	2%	5%	9%	7%	57%	11%	9%	100%	
Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen.	26%	21%	16%	5%	5%	18%	9%	100%	
Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken.	5%	2%	7%	7%	55%	16%	8%	100%	
Die gewählte Finanzierungsform erspart uns langwierige Verhandlungen mit Banken.	9%	11%	11%	18%	27%	14%	10%	100%	
Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal.	5%	2%	5%	14%	66%	2%	6%	100%	
Wir haben den Aufwand für die Mittelbeschaffung durch die von uns gewählte Finanzierungsform richtig eingeschätzt.	0%	2%	7%	20%	57%	5%	9%	100%	
Das gewählte <u>Finanzierungsinstrument</u> (Nachrangdarlehen etc.) war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument.	3%	2%	5%	11%	45%	25%	9%	100%	
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektpflicht unterliegt.	9%	0%	2%	5%	27%	50%	7%	100%	
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil Investoren keine Mitspracherechte besitzen.	54%	2%	2%	5%	5%	25%	7%	100%	
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument aus steuerlichen Gründen gewählt.	40%	5%	5%	0%	0%	43%	7%	100%	
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen.	25%	2%	5%	11%	18%	30%	9%	100%	
Die Banken wären sicherlich bereit gewesen, dieses Projekt zu finanzieren.	11%	11%	7%	30%	18%	16%	7%	100%	
Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden.	11%	5%	9%	9%	32%	27%	7%	100%	

3.13.2. Vergleich: Soziale und gemeinnützige Projekte

In Abb. 49 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. So bewerteten beide Gruppen die Wahl einer Vermögensanlage für das betreffende Projekt als optimal, sowohl im Vorhinein als auch im Nachhinein. Gleichzeitig bestätigten beide Gruppen, dass die Emission einer Vermögensanlage langfristige Verhandlungen mit Banken sparen würde und sie den Aufwand zur Mittelaufnahme richtig eingeschätzt hätten. Beide Gruppen hielten bei der Wahl der Vermögensanlage steuerliche Gründe sowie die Mitspracherechte der Investierenden nicht für wichtig.

Ein leichter Unterschied besteht bei der Wahl der geeigneten Vermögensanlage. Während nur 40% der befragten Emittentinnen aus dem sozialen Bereich angaben, die gewählte Vermögensanlage wäre das Passende für den Zweck, lag dieser Wert für gemeinnützige Projekte rund 20% höher.

Abb. 49: Vergleich der Perzeptionsfragen zwischen gemeinnützigen und sozialen Projekten (N=44)

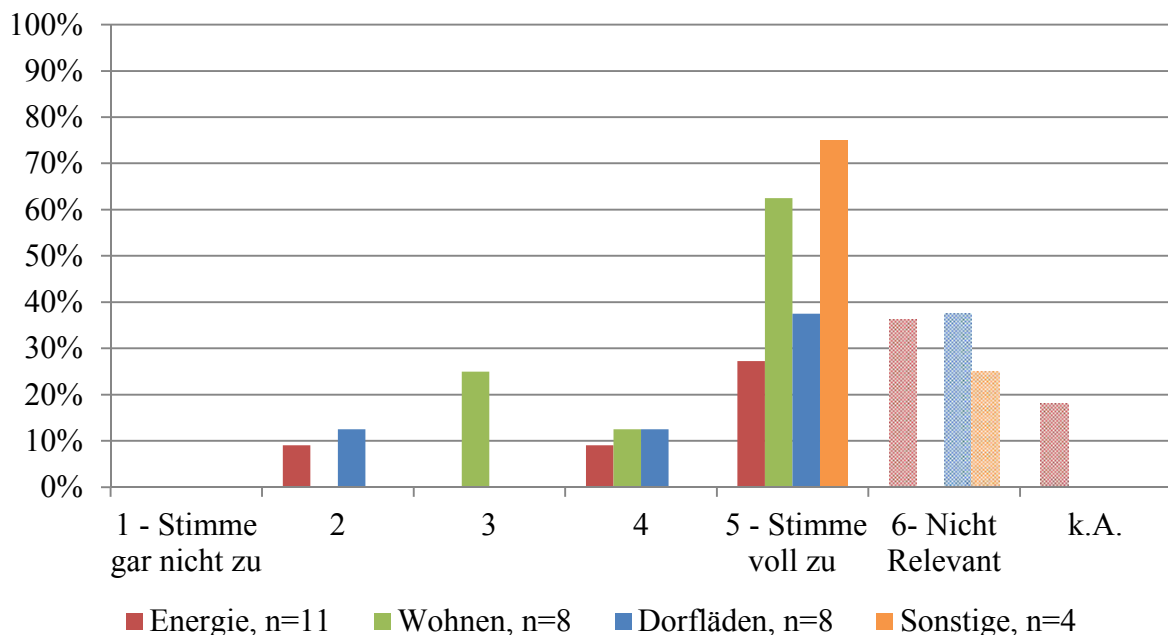
	1 - Stimme gar nicht zu, 5 - Stimme voll zu. 6- Nicht Relevant														
															Summe:
	1	2	3	4	5	6	k.A.								
n(sozial)=31 (umrahmt) n(gemeinnützig)=13															
Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete <u>Finanzierungsform</u> .	0%	8%	6%	0%	3%	23%	10%	0%	58%	54%	13%	8%	10%	8%	100%
Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen.	19%	46%	26%	8%	13%	23%	6%	0%	6%	0%	19%	15%	11%	8%	100%
Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken.	3%	8%	3%	0%	10%	0%	6%	8%	58%	46%	10%	31%	10%	7%	100%
Die gewählte Finanzierungsform erspart uns langwierige Verhandlungen mit Banken.	10%	8%	13%	8%	16%	0%	19%	15%	23%	38%	10%	22%	9%	9%	100%
Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal.	3%	8%	3%	0%	6%	0%	13%	15%	68%	62%	0%	7%	7%	8%	100%
Wir haben den Aufwand für die Mittelbeschaffung durch die von uns gewählte Finanzierungsform richtig eingeschätzt.	0%	0%	0%	8%	3%	15%	26%	8%	58%	54%	3%	8%	10%	7%	100%
Das gewählte <u>Finanzierungsinstrument</u> (Nachrangdarlehen etc.) war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument.	3%	0%	3%	0%	6%	0%	10%	15%	39%	62%	29%	15%	10%	8%	100%
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektpflicht unterliegt.	4%	23%	0%	0%	3%	0%	6%	0%	32%	15%	48%	54%	7%	8%	100%
Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil Investoren keine Mitspracherechte besitzen.	55%	54%	3%	0%	3%	0%	6%	0%	7%	0%	19%	38%	7%	8%	100%
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument aus steuerlichen Gründen gewählt.	39%	46%	6%	0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	42%	46%	7%	8%	100%
Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen.	23%	31%	3%	0%	6%	0%	10%	15%	23%	8%	26%	38%	9%	8%	100%
Die Banken wären sicherlich bereit gewesen, dieses Projekt zu finanzieren.	13%	8%	13%	8%	3%	15%	35%	15%	16%	23%	13%	23%	7%	8%	100%
Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden.	10%	15%	3%	7%	13%	0%	10%	9%	20%	39%	20%	23%	6%	7%	100%

3.13.3. Vergleich einzelner Perzeptionsfragen

Im Folgenden betrachten wir die Perzeptionsfragen im Detail, dabei greifen wir auf eine grafische Darstellung zurück und werten die einzelnen Fragen teilweise nach der Organisationsart (sozial oder gemeinnützig), teilweise nach der ausgegebenen Vermögensanlage aus.

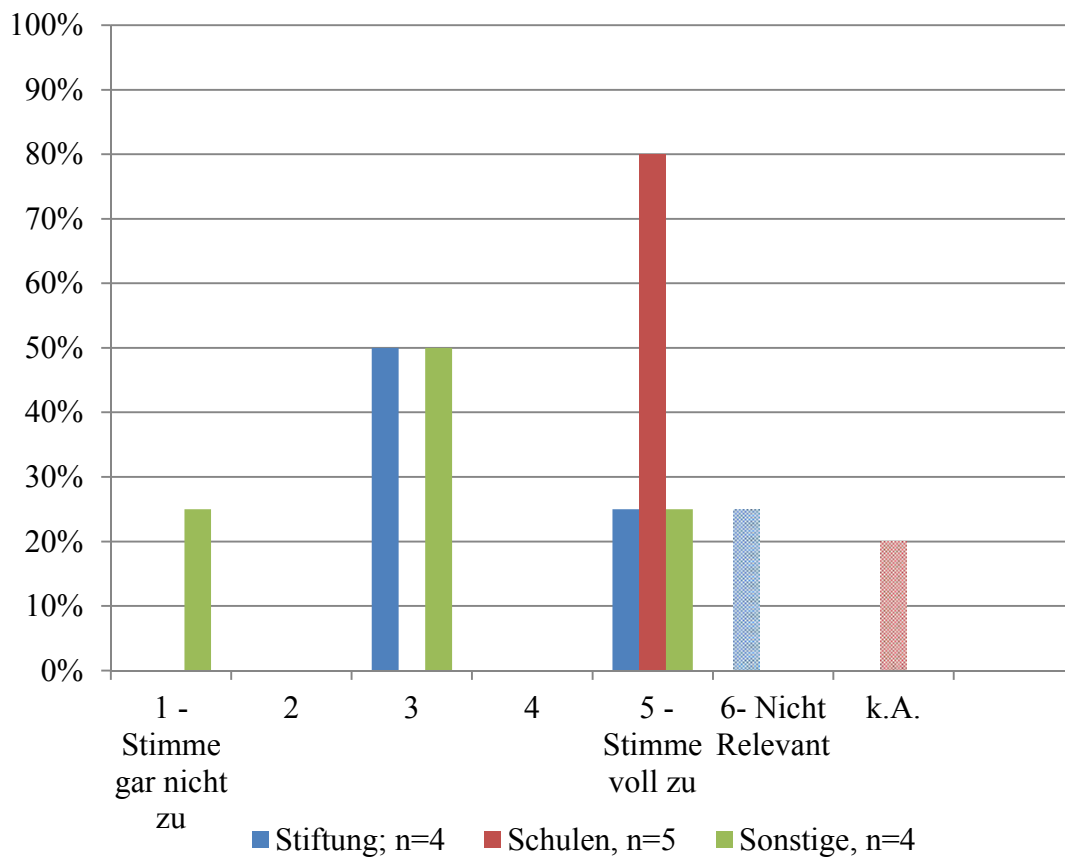
Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform

Abb. 50: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform - soziale Projekte (N=31)



Insgesamt stimmten fast 60% der Projekte der Aussage voll zu, dass die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignet Finanzierungsform sei. Dieser Wert findet sich auch für die Bereiche Energie und Wohnen. Bei den Dorfläden gab es dafür etwas weniger Zustimmung.

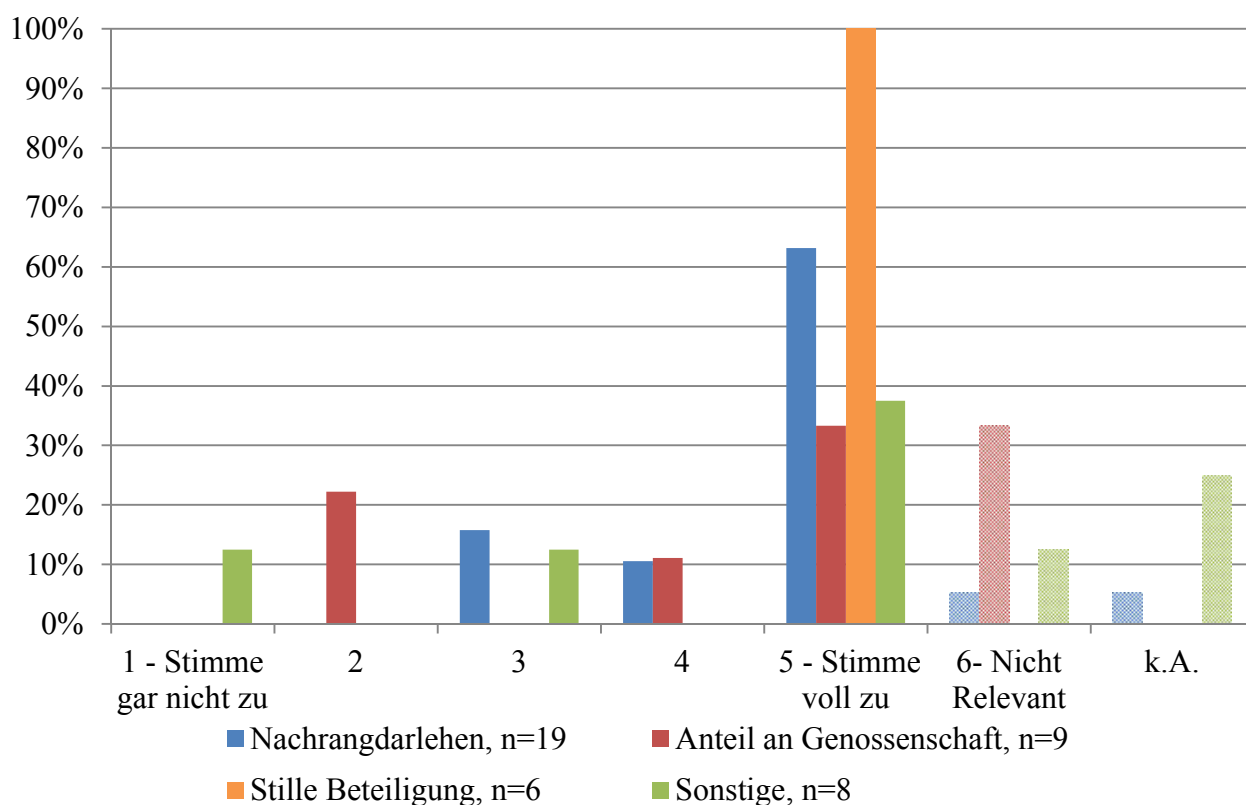
Abb. 51: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform - gemeinnützige Projekte (N=13)



Bei den gemeinnützigen Projekten liegen insgesamt 13 Fragebögen vor, so dass auch die einzelnen Untergruppen nur eine geringe Anzahl an Antworten aufweisen. Die Antworten zeigen, dass die Ausgabe einer Vermögensanlage aus Sicht der Schulen zumeist die beste Finanzierungsform war. Bei Stiftungen fiel die Zustimmung deutlich geringer aus.

Unterteilt man die Antworten nach der Art der ausgegebenen Vermögensanlage zeigt sich folgendes Bild. Alle Emittentinnen, die stille Beteiligungen gewählt haben, stimmten der Aussage voll zu, dass bei Ausgabe einer Vermögensanlage die beste Finanzierungsform gewesen sei. 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 knapp 20% der Fälle keine Unterstützung.²³

Abb. 52: Zur Finanzierung des Projekts war die Ausgabe einer Vermögensanlage die am besten geeignete Finanzierungsform - nach Vermögensanlage (N=42)

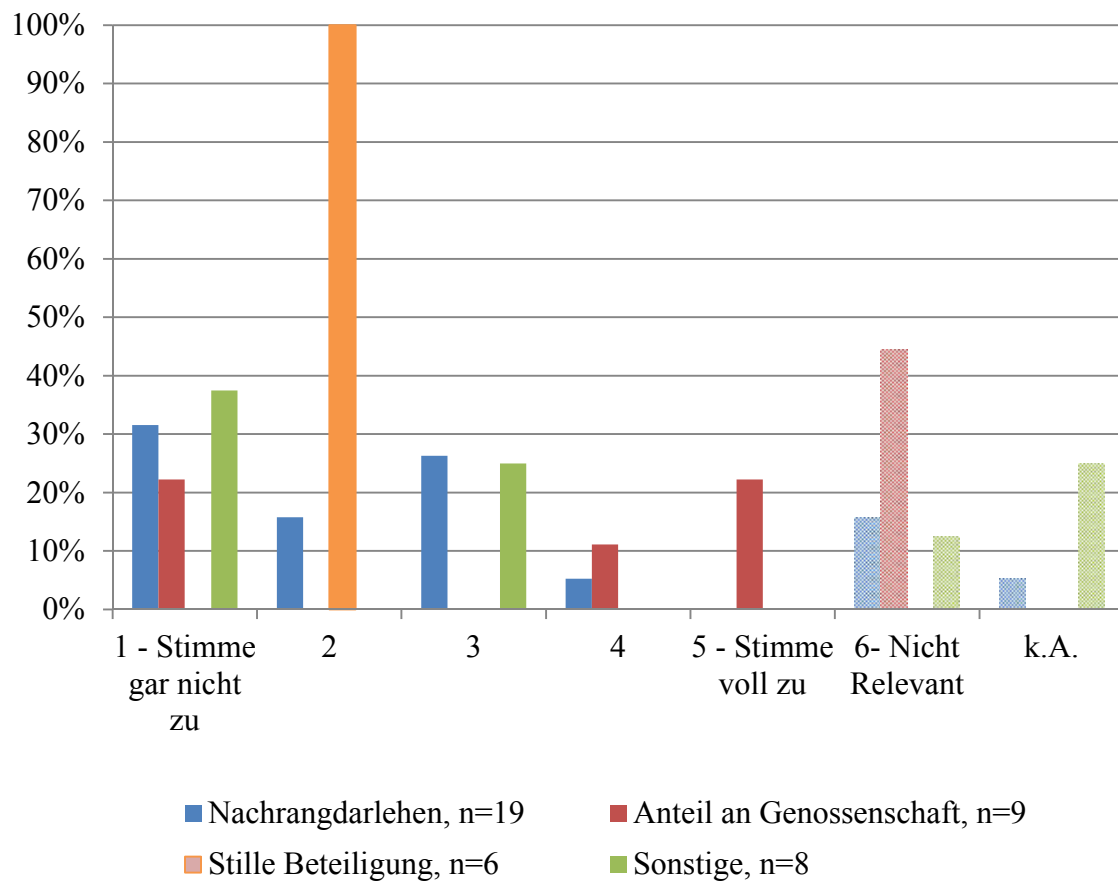


²³ Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen sind immer Genossenschaften. Da Genossenschaften aber auch andere Vermögensanlagen ausgeben können, bezeichnen wir „Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen“ nicht als Genossenschaften.

Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen

Die Einschätzung der Aussage „Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen“ in Abhängigkeit von der gewählten Vermögensanlage war nicht einheitlich. Emittentinnen, die Nachrangdarlehen ausgeben, stimmten der Aussage kaum zu bzw. fanden sie irrelevant. Ebenso fand die Aussage bei Emittentinnen mit stillen Beteiligungen kaum Zustimmung. Bei Emittentinnen, die Genossenschaftsanteile ausgeben, stieß die Antwort immerhin bei einem Viertel auf positive Resonanz.

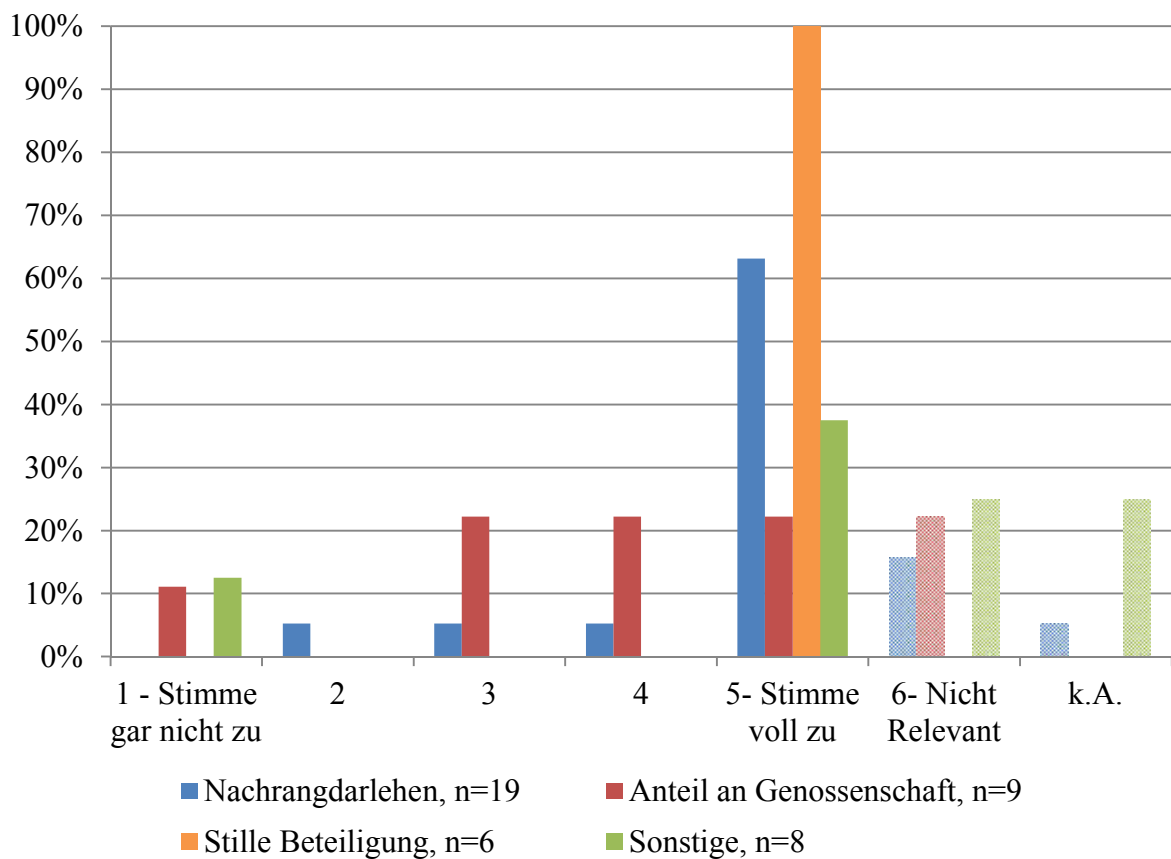
Abb. 53: Ein Bankkredit wäre die am besten geeignete Finanzierungsform gewesen - nach Vermögensanlage (N=42)



Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken

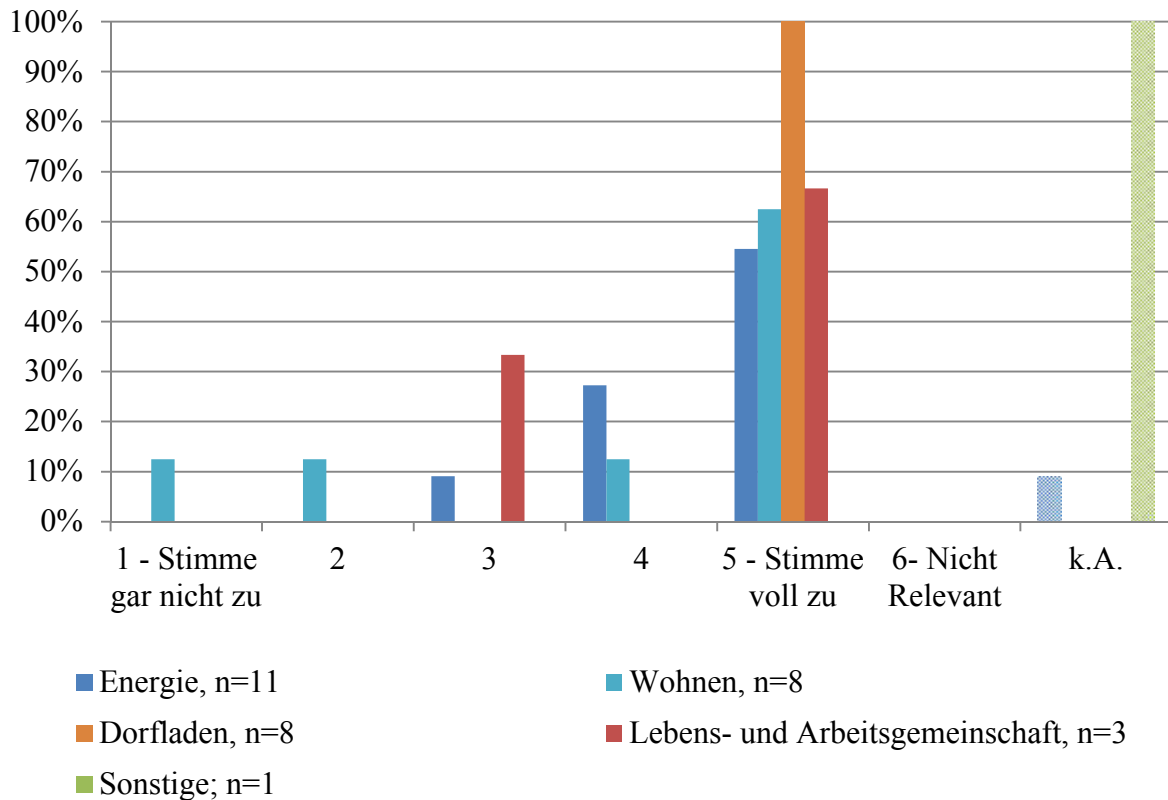
Der Aussage, dass die gewählte Finanzierungsform die Emittentin unabhängiger von Banken mache, wurde insgesamt in großem Maße zugestimmt. Speziell Emittentinnen, die Nachrangdarlehen oder stille Beteiligungen emittiert haben, sahen sich durch diese Emission in ihrer Unabhängigkeit von Banken gestärkt. Bei Emittentinnen von Genossenschaftsanteilen fielen die Antworten heterogener aus.

Abb. 54: Die gewählte Finanzierungsform macht uns unabhängiger von Banken - nach Vermögensanlage (N=41)



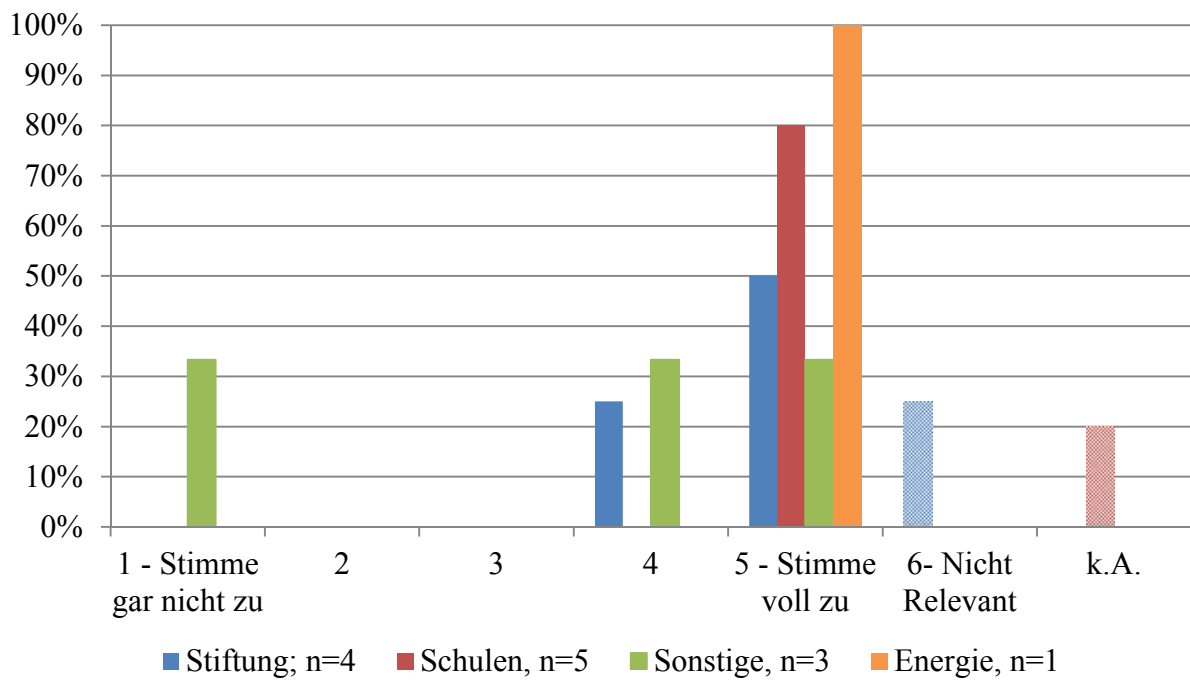
Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal

Abb. 55: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal - soziale Projekte (N=31)



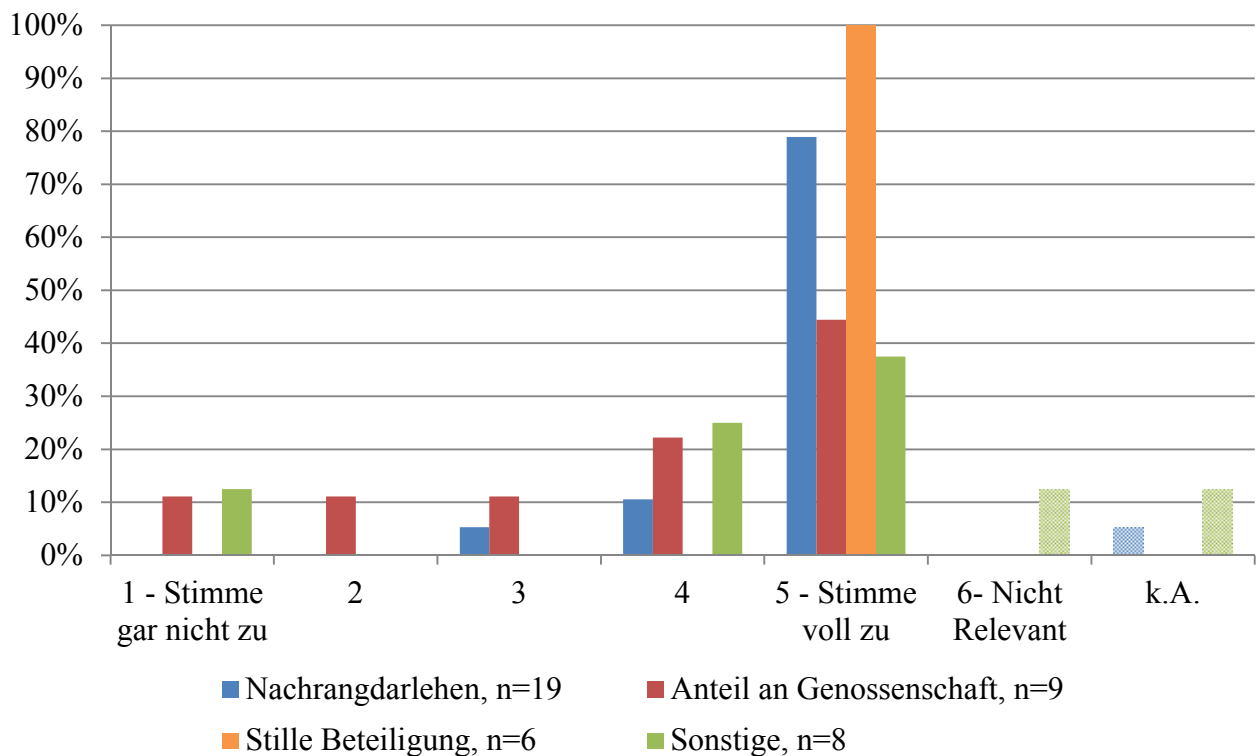
Bei den sozialen Projekten zeigt sich erneut die Einstimmigkeit bei den Dorfläden, wenn es um die Aussage geht, dass die Wahl der Finanzierungsform optimal war. Im Bereich Wohnen fällt auf, dass es auch ablehnende Antworten gab, die sich für die anderen Bereiche nicht finden.

Abb. 56: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal - gemeinnützige Projekte (N=13)



Bei den gemeinnützigen Projekten gaben Schulen und Stiftungen fast immer zustimmende Antworten.

Abb. 57: Die Wahl der Finanzierungsform war im Rückblick optimal – nach Vermögensanlage (N=41)

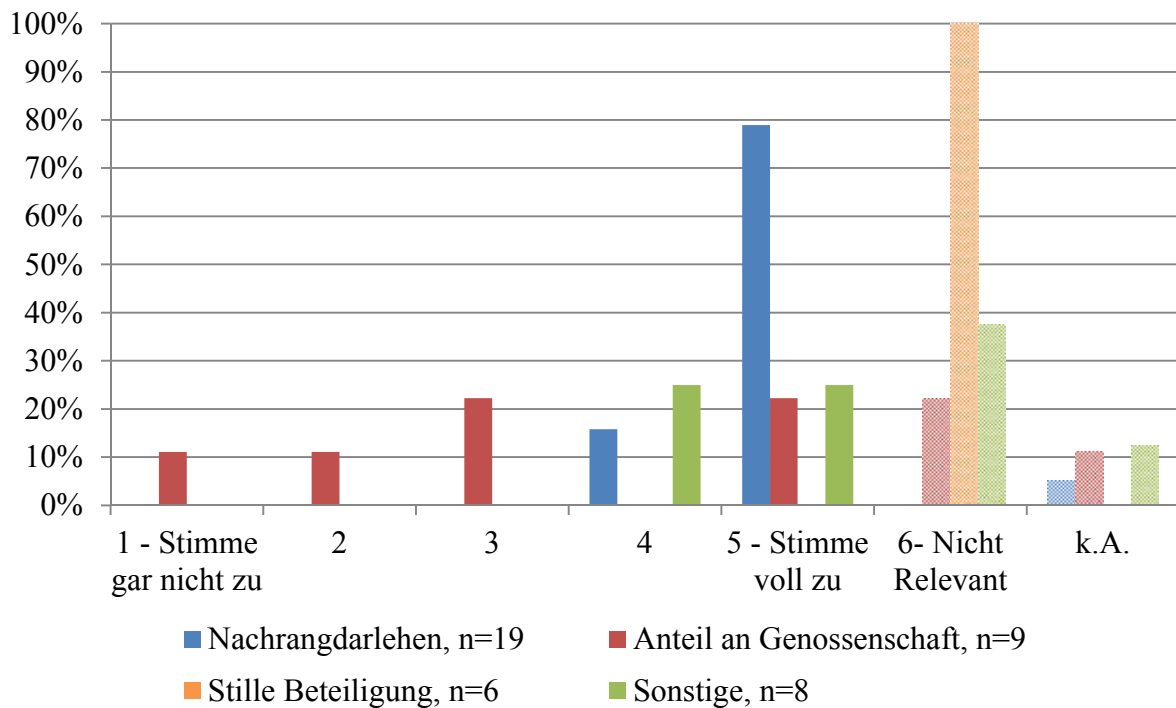


Unterteilt man die Antworten auf die Frage, ob die Wahl der Finanzierungsform im Rückblick optimal gewesen sei, nach der von den Emittentinnen gewählten Vermögensanlage, gab es insgesamt große Zustimmung. Allerdings fiel die Zustimmung geringer aus, wenn Genossenschaftsanteile emittiert wurden. Im Bereich Wohnen werden die Emittenten häufig als Genossenschaft geführt. Damit lässt sich erklären, weshalb sowohl bei den Wohnprojekten als auch bei den Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen ein breiteres Antwortspektrum zu beobachten ist.

Das gewählte Finanzierungsinstrument war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument

Bei dieser Frage ergibt sich kein einheitliches Bild. Emittentinnen, die Nachrangdarlehen zur Finanzierung ausgegeben haben, erklärten zum überwiegenden Teil, dass Nachrangdarlehen das am besten geeignete Finanzierungsinstrument darstellten. Gleichzeitig spielte insbesondere für Projekte mit stillen Beteiligungen die Frage nach der Eignung des Finanzierungsinstruments keine Rolle. Für Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen sind zustimmende wie auch ablehnende Antworten zu verzeichnen.

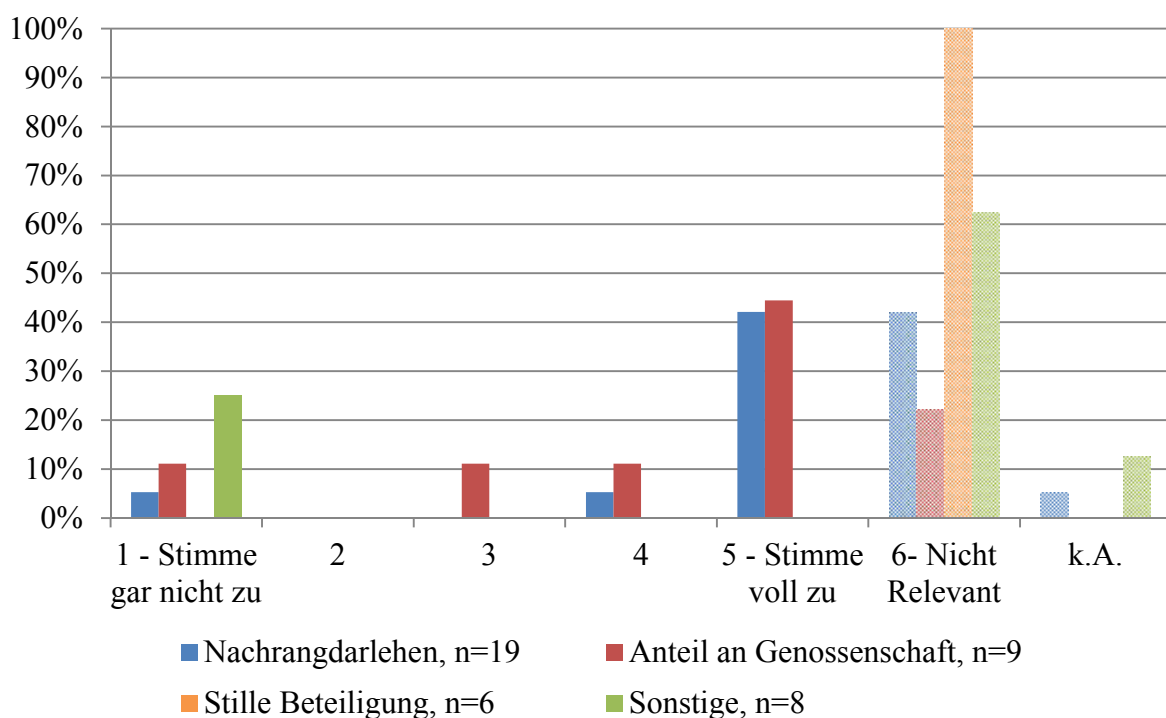
Abb. 58: Das gewählte Finanzierungsinstrument (Nachrangdarlehen etc.) war das am besten geeignete Finanzierungsinstrument - nach Vermögensanlage (N=41)



Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektpflicht unterliegt

Die Wahl des Finanzierungsinstrumentes hängt für einen Teil der befragten Emittentinnen auch davon ab, ob sie damit eine Prospektpflicht umgehen können. 40% der Emittentinnen mit Genossenschaftsanteilen und mit Nachrangdarlehen bestätigten, dass sie die Vermögensanlage zur Umgehung der Prospektpflicht gewählt hätten. Jedoch gaben genauso viele Emittentinnen mit Nachrangdarlehen an, dass diese Überlegung für sie keinerlei Rolle bei der Wahl des Finanzierungsinstruments gespielt habe. Für Emittentinnen mit stillen Beteiligungen war die Prospektpflicht kein relevantes Kriterium bei der Wahl der Vermögensanlage

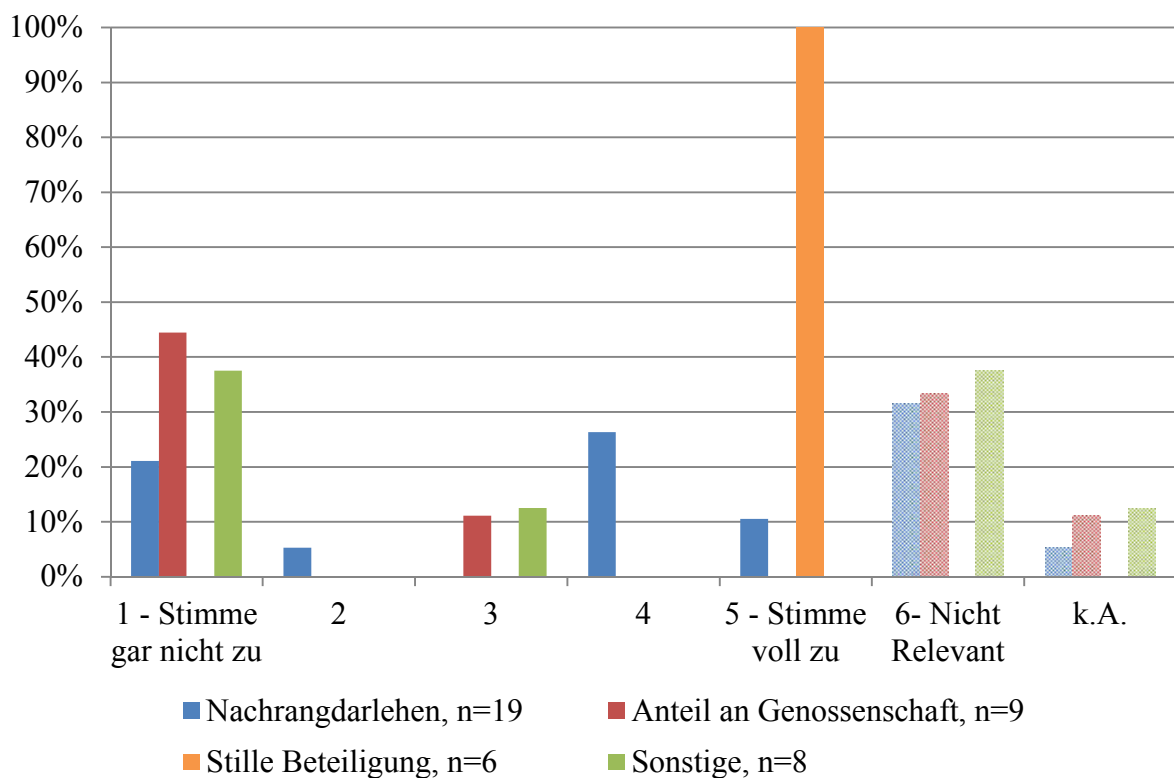
Abb. 59: Perzeptionsfrage: Wir haben das Finanzierungsinstrument gewählt, weil es nicht der Prospektpflicht unterliegt - nach Vermögensanlage (N=41)



Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen

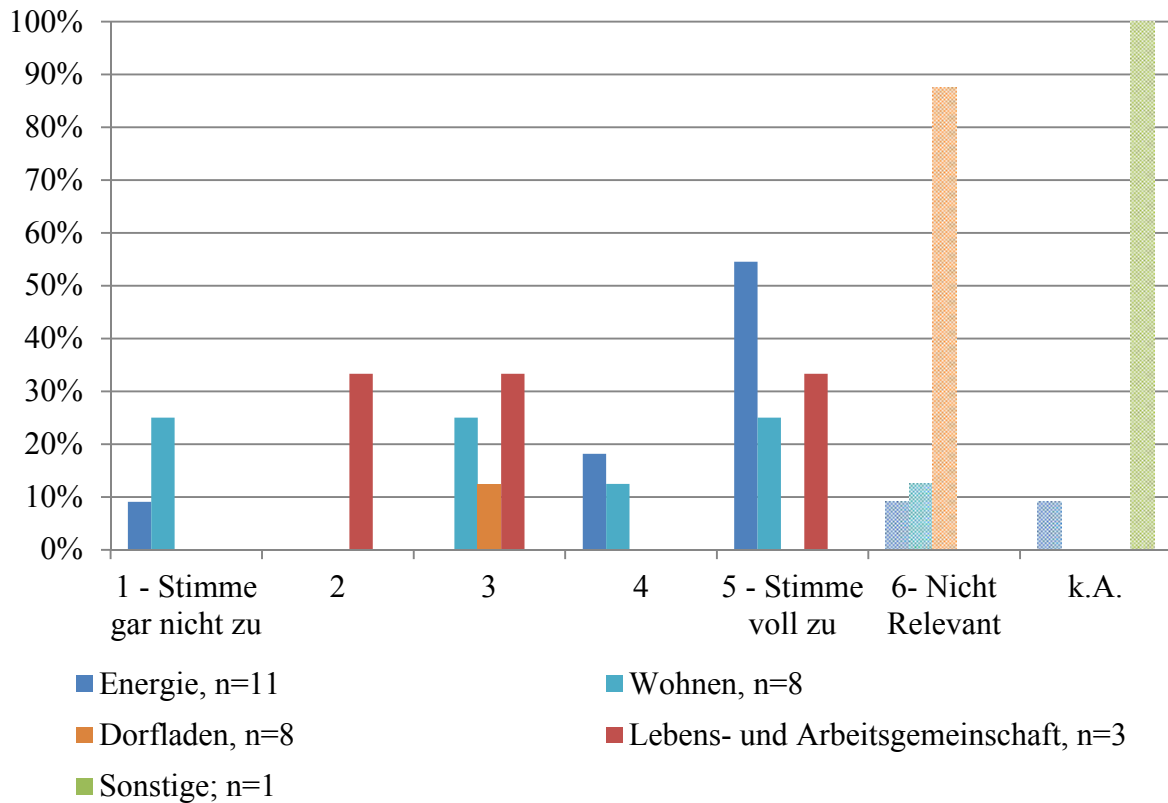
Bei den Emittentinnen mit Nachrangdarlehen und Genossenschaftsanteilen spielten Überlegungen zum Kreditrahmen nur eine untergeordnete Rolle bei der Wahl der Vermögensanlage. So erklärten die meisten Befragten dieser beiden Gruppen, dass sie der Aussage „Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen“ entweder gar nicht zustimmten oder aber dieser Zusammenhang für sie nicht relevant sei. Hingegen maßen Emittentinnen, die stille Beteiligungen ausgegeben haben, diesem Aspekt eine hohe Bedeutung bei.

Abb. 60: Wir haben dieses Finanzierungsinstrument gewählt, um den Kreditrahmen zu schonen - nach Vermögensanlage (N=41)



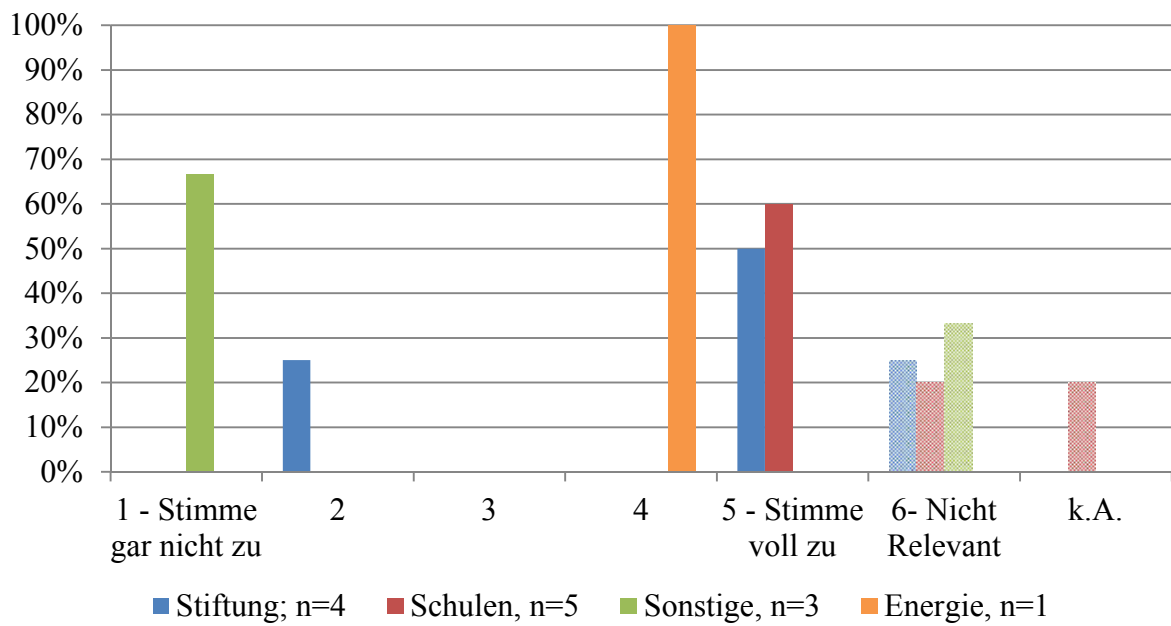
Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden

Abb. 61: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden - soziale Projekte (N=31)



Was die Kreditvergabebereitschaft der Banken angeht, haben wir die Emittentinnen gefragt, ob die Banken signalisiert haben, dass sie dieses Projekt finanzieren würden. Die meisten Energieprojekte gaben an, dass es diese positiven Signale gegeben habe. Bei den Wohnprojekten fiel die Zustimmung zu dieser Aussage geringer aus. Für Dorfläden ist die Frage nicht relevant.

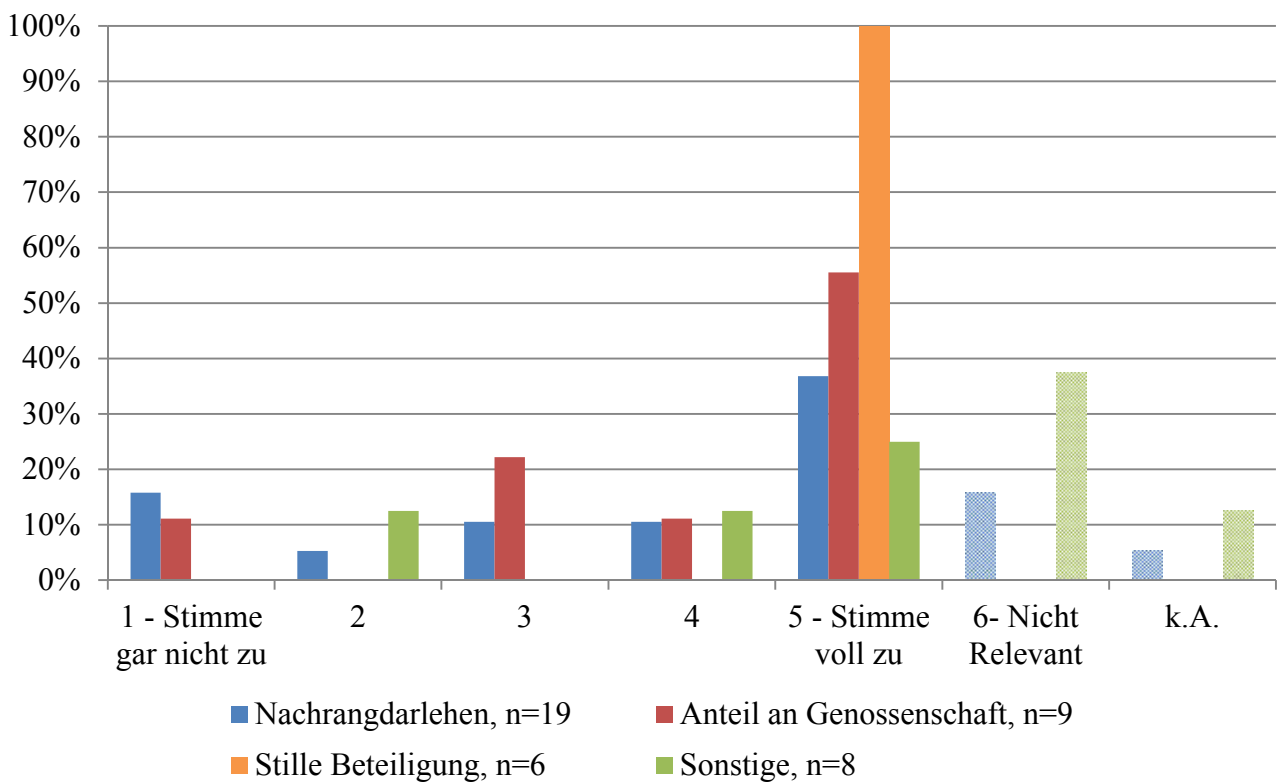
Abb. 62: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden - gemeinnützige Projekte (N=13)



Für die Projekte im gemeinnützigen Bereich stimmten zumindest die Hälfte der Stiftungen und Schulen der Aussage zu.

Im Hinblick auf die gewählte Vermögensanlage ergeben sich interessante Unterschiede in der Einschätzung. Emittentinnen mit stillen Beteiligungen stimmten der Aussage immer voll zu. Von den Emittentinnen mit Nachrangdarlehen (Genossenschaftsanteilen) stimmten 50% (60%) zu. Sowohl bei Emittentinnen mit Nachrangdarlehen als auch mit Genossenschaftsanteilen gab es aber einige ablehnende Einschätzungen.

Abb. 63: Die Banken haben signalisiert, dass sie dieses Projekt finanzieren würden - nach Vermögensanlage (N=41)



3.14. Vergleich von Schwarmfinanzierungen, sozialen und gemeinnützigen Projekten

Bisher haben wir die Projekte, die potentiell unter den Anwendungsbereich von §§ 2a bis 2c VermAnlG fallen, getrennt betrachtet. Abschließend vergleichen wir die Höhe des eingeworbenen Gesamtverkaufspreises und die Zahl der Investierenden von Schwarmfinanzierungen, sozialen und gemeinnützigen Projekten. Bei den Schwarmfinanzierungen geben wir die Werte für die Untergruppen Unternehmensfinanzierung, Immobilienfinanzierung und ökologische Projektfinanzierung wieder. Abb. 64 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 Projektfinanzierungen mit 100.000 EUR (N = 231) und 785.000 EUR (N = 46) im Vergleich nicht weit auseinander. Jedoch sind Immobilienfinanzierungen mit 755.000 EUR (N = 33) sehr viel größer. Die sozialen Projekte liegen mit einem Median von 177.000 EUR (N = 9) näher an den Unternehmensfinanzierungen und den ökologischen 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 unter § 2b VermAnlG fallen und einen hohen Finanzierungsbedarf für ihre Bauprojekte aufweisen. Der hohe Finanzierungsbedarf lässt sich auch am maximalen Wert ablesen. Im Vergleich zu den sozialen Projekten fällt der eingeworbene Gesamtverkaufspreis bei gemeinnützigen Projekten deutlich niedriger aus. Gemeinnützige Projekte sind größtmäßig am ehesten mit ökologischen Projektfinanzierungen zu vergleichen, obwohl sich ihre Ziele deutlich unterscheiden.

Auch ein Vergleich der Zahl der Investierenden offenbart große Unterschiede innerhalb der einzelnen Gruppen. Bei den Schwarmfinanzierungen liegt die Zahl der Investierenden bei den Unternehmensfinanzierungen am höchsten, gefolgt von Immobilienfinanzierungen und ökologischen Projektfinanzierungen. Bei den Unternehmensfinanzierungen beteiligten sich bis zu 2.000 Investoren an einem Projekt. Niedriger liegen die Maximalwerte bei den Immobilienfinanzierungen und den ökologischen Projektfinanzierungen. Bemerkenswert ist, dass alle Im-

mobiliendarfinanzierungen mindestens 100 Investoren verzeichnen. Allerdings liegen nur Daten für 10 Immobilienfinanzierungen vor. Bei den sozialen und gemeinnützigen Projekten gibt es, ähnlich wie bei den Unternehmensfinanzierungen, Projekte mit einem sehr kleinen Kreis an Investierenden. Die Zahl der Investierenden ist bei den gemeinnützigen Projekten allgemein kleiner als bei sozialen Projekten.

Abb. 64: Vergleich Emissionen §§ 2a, b und c VermAnlG

	§ 2a: Schwarmfinanzierung			§ 2b: soziale Projekte	§ 2c: gem. Projekte
	Unternehmensfinanzierungen	Immobilienfinanzierungen	ökologische Projektfinanzierungen		
eingeworbener Gesamtverkaufspreis					
Mittelwert	286.629 EUR	1.089.789 EUR	161.385 EUR	917.987 EUR	193.422 EUR
Standardabweichung	499.430 EUR	1.343.430 EUR	241.053 EUR	1.442.061 EUR	209.962 EUR
Median	100.000 EUR	755.000 EUR	77.850 EUR	177.000 EUR	92.600 EUR
Min	4.527 EUR	80.600 EUR	1.026 EUR	24.000 EUR	25.000 EUR
Max	4.818.000 EUR	7.500.000 EUR	1.000.000 EUR	5.200.000 EUR	640.000 EUR
N = Anzahl berücksichtigter Emissionen	231	33	46	30	9
Zahl der Investierenden					
Mittelwert	319	327	118	201	157
Standardabweichung	347	479	83	276	266
Median	194	151	104	140	55
Min	3	104	13	4	2
Max	1982	1679	319	1.500	900
N=Anzahl berücksichtigter Emissionen	220	10	26	29	11

4. Expertengespräche

4.1. Methodik

Um ein genaueres Bild der praktischen Relevanz der §§ 2a - 2c VermAnlG zu erhalten, führte die Forschungsgruppe Expertengespräche durch, also offene Befragungen von Personen, die aufgrund ihrer besonderen Position am Markt über wertvolle Informationen zu den durch das KASG eingeführten Befreiungsvorschriften verfügen könnten.

Entscheidend für die spätere Qualität der Forschungsergebnisse war zunächst die richtige Auswahl der Expertinnen und Experten. Wir begannen mit einer Vorauswahl anhand der Frage, wer potentiell von den Befreiungsvorschriften betroffen sein könnte. Wichtige Anhaltspunkte waren dafür die betroffenen Gesetze und Gesetzgebungsmaterialien des KASG. § 2a VermAnlG zielt auf die Regulierung des Crowdfunding. Als Ansprechpartner boten sich daher die Plattformen, einzelne Emittentinnen und Investierende an. Bei § 2b und § 2c VermAnlG sollten laut Gesetzesbegründung insbesondere Projekte zur Schaffung von preisgünstigem Wohnraum und Räumlichkeiten für Kleinstgewerbe oder zum günstigen Aufbau und Unterhalt von Kindertagesstätten unterstützt werden (BR-Drs. 638/14, S. 46). Wir befragten daher insbesondere Baugenossenschaften und Betreiber von Dorfläden. Darüber hinaus trugen wir mögliche Projekte aus den Bereichen Schule, grüne Energie, Dorfläden, Sport, Religion und Stiftungswesen zusammen.

Ferner wollten wir auf die Marktkenntnis von Branchenverbänden zurückgreifen. Diese Organisationen haben in der Regel einen tiefgehenden Einblick in die Belange ihrer Mitglieder. Deshalb würden sie auch diejenigen sein, die Kenntnis davon erlangen, wenn die Befreiungen der §§ 2a - 2c VermAnlG genutzt werden oder warum gerade auf deren Verwendung verzichtet wird.

Im weiteren Verlauf konzentrierte sich unsere Suche auf Personen und Institutionen, die mittelbar an den Projektfinanzierungen beteiligt sind. Naheliegend waren dafür die staatlichen Regulatoren, die auf die Einhaltung der Vorschriften des VermAnlG achten. Die maßgebliche Aufsichtsbehörde ist hierbei die BaFin. Dort werden auch Beschwerden von Marktteilnehmern zentral gesammelt. Ferner suchten wir nach Dienstleistern, die unterstützend im An-

wendungsbereich des VermAnlG tätig werden. In Frage kamen hier spezialisierte Rechtsanwälte und Banken.

Nach der Identifizierung von betroffenen Emittentinnen, Vereinen, Behörden und sonstigen Organisationen stellte sich die Frage, wer aus diesen Institutionen stellvertretend als Expertin oder Experte angesprochen werden sollte. Den besten Überblick über die strategische Handhabung mit gesetzlichen Regularien erwarteten wir von den jeweiligen Geschäftsleiterinnen und Geschäftsleitern und, falls vorhanden, den Rechtsabteilungen der Unternehmen. Aus diesem Pool der infrage kommenden Kontaktpersonen wurde jeweils eine Person angeschrieben, mit der Bitte an einem Expertengespräch zu den Praxiserfahrungen mit den §§ 2a - 2c VermAnlG teilzunehmen.

Nach Abschluss unserer Expertensuche ergab sich folgendes Bild von kontaktierten Institutionen und Personen:

Abb. 65: Kontaktierte Experten

Position am Markt	Marktteilnehmer
Crowdinvestingplattform	Innovestment GmbH BERGFÜRST AG Seedmatch GmbH Companisto GmbH
Crowdinvestingverband	Bundesverband Crowdfunding e.V.
Crowdinvestingdienstleister	CrowdDesk GmbH
Privatperson	Ein Crowdinvestor Ein Wirtschaftsjournalist
Bankenverband	Bundesverband deutscher Banken e.V. Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.
Verbraucherverband	Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.
Aufsichtsbehörde	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Rechtsanwalt	SCHIEDERMAIR Rechtsanwälte Rechtsanwälte Mattil & Kollegen
Genossenschaftsverband	DGRV - Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. Zentralverband deutscher Konsumgenossenschaften e.V. (ZdK)
Sonstige Verbände	GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V. IHK München Oberbayern Dorfladen-Netzwerk
Kirchliche Verbände und Organisationen	Kirchenamt der Evangelischen Kirche in Deutschland (EKD) Verband der Diözesen Deutschlands Bund der Deutschen Katholischen Jugend Der Paritätische Gesamtverband KD-Bank für Kirche und Diakonie

Nach diesen 25 Anfragen fanden Gespräche mit 19 Expertinnen und Experten statt, was einer Rücklaufquote von 76% entspricht.

Der Ablauf der Gespräche orientierte sich weniger an einem strikten Fragenkatalog, sondern stellte vielmehr ein offen gehaltenes Gespräch dar. Wir haben versucht, den Gesprächspartnern die Initiative zu überlassen, um so einen möglichst ungefilterten Eindruck über die Erfahrungen mit den §§ 2a - 2c VermAnlG zu erhalten. Gerade für die in der Fachliteratur bisher wenig aufgearbeiteten §§ 2b, 2c VermAnlG war es ohnehin schwer vorherzusehen, was die Marktteilnehmer zu den Vorschriften sagen würden.

Trotz alledem verliefen die Gespräche insgesamt recht ähnlich. Zunächst ging es darum festzustellen, ob die Expertin oder der Experte bereits selbst mit den §§ 2a - 2c VermAnlG in Kontakt gekommen war bzw. ob ihr oder ihm Projekte bekannt waren, die von den Vorschriften Gebrauch gemacht hatten. Falls keine Projekte bekannt waren, in denen die §§ 2a - 2c VermAnlG genutzt wurden, richtete sich das Gespräch auf regulatorische Ausnahmenvorschriften, die stattdessen in Projekten genutzt wurden, die grundsätzlich für die §§ 2a - 2c VermAnlG in Fragen kamen. Besonders wichtig erschien uns zu erfahren, warum die Marktteilnehmer ggf. die §§ 2a - 2c VermAnlG mieden und warum sie auf andere Vorschriften auswichen.

Nach Abschluss aller Expertengespräche ergaben sich für uns gesprächsübergreifend einheitliche Feststellungen, aus denen dieser Bericht entstand.

4.2. Feststellungen

4.2.1. § 2b VermAnlG

4.2.1.1. Feststellungen der Expertinnen und Experten

Die Befragung der Experten lieferte ein geschlossenes Bild von der praktischen Relevanz des § 2b VermAnlG. Die Expertinnen und Experten stellten fest, dass die Vorschrift von den Marktteilnehmern nicht genutzt werde. Stattdessen werde bei dem Anbieten von Vermögensanlagen auf die Ausnahmetatbestände des § 2 VermAnlG zurückgegriffen.

Einige Expertinnen und Experten berichteten, ein Großteil der sozialen Projekte sei genossenschaftlich organisiert. Gerade Wohnbauprojekte machten von der Organisationsform der eingetragenen Genossenschaft Gebrauch. Genossenschaften können Anteile prospektfrei öffentlich anbieten (§ 2 Abs. 1 Nr. 1 VermAnlG) und haben seit dem Kleinanlegerschutzgesetz die Möglichkeit, partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige Anlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG unter Ausnahme der §§ 5 - 26 VermAnlG von ihren Mitgliedern einzuwerben (§ 2 Abs 1 Nr. 1a VermAnlG, s.o.). Genossenschaftsverbände teilten uns mit, ihre Mitglieder würden fast ausschließlich auf diese Vorschriften zurückgreifen. Als maßgeblicher Grund wurde genannt, dass die gesetzliche Privilegierung gem. § 2 VermAnlG im Vergleich zu §§ 2a - 2c VermAnlG weitgehender sei (vgl. Abschnitt 1). Vor allem könnten Genossenschaften gem. § 2 Abs. 1 Nr. 1 u. 1a VermAnlG auf die Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts (VIB) gemäß § 13 VermAnlG verzichten. Die Verbände teilten uns mit, dass eine große Unsicherheit über das Haftungsrisiko bestünde, das mit der Erstellung eines

VIB einherginge. Oft fehle es an finanziellen Mitteln, um sich rechtlich ausreichend beraten zu lassen. Die Nutzung des § 2 VermAnlG ließe dieses Risiko entfallen. Darüber hinaus bestehe auch keine Begrenzung des maximalen Verkaufspreises der Vermögensanlagen, wie dies bei § 2a Abs. 1 VermAnlG, § 2b Abs. 1 Nr. 2 VermAnlG und § 2c Abs. 1 Nr. 2 VermAnlG der Fall sei. Zudem werde der vereinbarte Sollzinssatz nicht beschränkt (§ 2b Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG und § 2c Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG).

Der einzige Nachteil der besonderen Ausnahmegesetze für Genossenschaften sei, dass sowohl die Genossenschaftsanteile nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 VermAnlG als auch die sonstigen Vermögensanlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 1a VermAnlG nur den eigenen Mitgliedern angeboten werden dürften. Wollte die Genossenschaft darüber hinaus Dritten ihre Vermögensanlagen anbieten, müsse sie auf andere Ausnahmen oder Befreiungen ausweichen. Auch in diesen Fällen habe § 2b VermAnlG allerdings keine Relevanz. Stattdessen wurden wir auf Fälle aufmerksam gemacht, in denen Genossenschaften bei der Finanzierung von Windanlagen und sonstigen Projekten aus dem Bereich der grünen Energie § 2a VermAnlG genutzt haben.²⁴ Als Grund wurde uns genannt, dass beim Anbieten von Vermögensanlagen gegenüber Dritten ein professioneller Vertrieb notwendig sei. Das könnten vor allem Crowdfunding-Plattformen gewährleisten, die jedoch eine erfolgsabhängige Vergütung verlangen (eine solche Vergütung schließt die Nutzung von § 2b VermAnlG aus, siehe § 2b Abs. 1 Nr. 1 VermAnlG).

Ferner könnten Genossenschaften, die eine Banklizenz gemäß § 32 KWG haben, Gelder durch Spareinlagen einwerben. Dafür müsse der Sparer allerdings in den meisten Fällen Mitglied der Genossenschaft werden. Trotzdem böten sich dadurch für Genossenschaften Finanzierungsquellen, aufgrund derer der Bedarf für eine Nutzung des § 2b VermAnlG entfielen.

Nach unseren Feststellungen aus den Gesprächen machen die sozialen Projekte, die nicht genossenschaftlich organisiert sind, bei der Emission von Vermögensanlagen iSd VermAnlG ebenfalls ausschließlich von § 2 VermAnlG Gebrauch. Das gilt etwa für Dorfläden, die als eingetragene Vereine organisiert sind, oder Projekte aus den Bereichen Schule, Sport und grüne Energie. Diese Projekte nutzen vor allem die Ausnahmen des § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG.

Viele Dorfläden greifen zur Finanzierung auf Einwohner im Umland zurück. Oftmals genügt dabei als Erstfinanzierung die in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b VermAnlG festgelegte Grenze von 100.000 EUR des Verkaufspreises der angebotenen Anteile einer Vermögensanlage im Zeit-

²⁴ Siehe etwa www.leihdeinerumweltgeld.de.

raum von zwölf Monaten. Die Dorfläden sind bei dieser Ausnahmegvorschrift auch frei bezüglich der Wahl ihres Finanzierungsinstruments. Bei den §§ 2a - 2c VermAnlG bestehen hingegen Beschränkungen auf partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und bei § 2a VermAnlG zusätzlich auf sonstige Anlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG.

Projekte aus dem Bereich der grünen Energie haben häufig einen höheren Finanzierungsbedarf und greifen, soweit sie nicht als Genossenschaft organisiert sind, insbesondere auf § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a VermAnlG zurück. Dabei wird wie oben beschrieben ein öffentliches Angebot von den Vorschriften des VermAnlG ausgenommen, wenn von der Vermögensanlage nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden. Verbände und Branchenvertreter wiesen uns auf Onlineplattformen hin, die sich auf die Nutzung dieser Ausnahmegvorschrift spezialisiert haben.²⁵ Dort werden zum Beispiel Windräder finanziert.

Sonstige soziale Projekte mit einem hohen Finanzierungsbedarf können auch die besondere rechtliche Ausgestaltung des § 2 Abs. 3 Nr. 3 lit. b VermAnlG für sich nutzen. Die dort genannte 100.000-Euro-Emissionsgrenze gilt nur für die angebotenen Anteile einer Vermögensanlage. Der Emittentin steht es damit frei, mehrere Vermögensanlagen, z.B. mit unterschiedlichem Zins oder unterschiedlicher Laufzeit, jeweils unter Nutzung von § 2 Abs. 3 Nr. 3 lit. b VermAnlG anzubieten und so einen höheren Gesamtbetrag einzuwerben. Die BaFin ist sich dieser Nutzung des § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b VermAnlG bewusst und lässt dies bis zur Grenze der Gesetzesumgehung zu, um eine Gleichbehandlung mit Wertpapieremissionen zu gewährleisten.

4.2.1.2. Hinterlegungspflicht des VIB bei der BaFin

Die einmütige Feststellung der Expertinnen und Experten zur fehlenden Nutzung von § 2b VermAnlG konnten wir auf anderem Weg bestätigen. § 2b VermAnlG befreit den Anbieter nicht von der Pflicht zur Hinterlegung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts bei der BaFin gemäß § 14 Abs. 1 S. 2 VermAnlG. Wir fragten daher bei der BaFin nach, wie viele VIBs zu § 2b VermAnlG bereits hinterlegt wurden. Die BaFin teilte uns mit, dass kein VIB für eine Finanzierung nach § 2b VermAnlG hinterlegt wurde.

Denkbar wäre selbstverständlich, dass Emittentinnen von dieser Pflicht schlicht keine Kenntnis haben und daher die Hinterlegung versäumen (oder dass sie ihre Pflicht bewusst verlet-

²⁵ Siehe etwa <http://anleger-beteiligungen.de/index.php?id=314>, bei der neben Energieprojekten auch sonstige Unternehmungen finanziert werden.

zen). Der BaFin sind solche Fälle jedoch nicht bekannt, und sie hat auch diesbezüglich keine Beschwerden von Investierenden und Marktteilnehmern erhalten.

4.2.2. § 2c VermAnlG

4.2.2.1. Feststellungen der Expertinnen und Experten zu § 2c VermAnlG

Im Rahmen des §2c VermAnlG kamen für uns als potentielle Nutzer der Befreiungsvorschrift vor allem Genossenschaften, Kirchen und Sportverbände in Frage. Das Ergebnis dieser Gespräche ist wie das zu § 2b VermAnlG: Die Befreiungsvorschrift gem. § 2c VermAnlG spielt in der Praxis offenbar keine Rolle.

Die von uns angesprochenen Genossenschaftsverbände teilten uns mit, dass ihre Mitglieder § 2c VermAnlG nicht nutzen würden. Der Großteil der Genossenschaften erfülle nicht die Voraussetzung der Gemeinnützigkeit, weil sich Genossenschaftszweck und Gemeinnützigkeit im Sinne des § 52 Abs. 1 AO grundsätzlich ausschließen würden. Das lässt sich an Wohnbaugenossenschaften verdeutlichen, die bezahlbaren Wohnraum lediglich ihren Mitgliedern zur Verfügung stellen.

Die (wenigen) Genossenschaften, die gemeinnützig sind, greifen ebenfalls nicht auf § 2c VermAnlG zurück. Laut den Genossenschaftsverbänden ist ein Grund dafür die Begrenzung des Emissionsvolumens auf 2,5 Mio. EUR (§ 2c Abs. 1 Nr. 2 VermAnlG). Die Schwelle bezieht sich auf „sämtliche von dem Anbieter angebotenen Vermögensanlagen“. Daher fürchten Branchenvertreter eine Verrechnung mit den Vermögensanlagen, die unter Nutzung der Ausnahmenvorschriften gem. § 2 VermAnlG angeboten werden. Der Anwendungsbereich des § 2c VermAnlG sei für Genossenschaften daher sehr begrenzt.

Im kirchlichen Bereich sind den von uns angesprochenen Experten ebenfalls keine Anwendungsfälle des § 2c VermAnlG bekannt. Stattdessen werde auf Finanzierungsinstrumente zurückgegriffen, die nicht unter das VermAnlG fallen. Als Beispiele wurden Spenden und Stifterdarlehen genannt.

Schließlich versuchten wir zu evaluieren, inwiefern Sportvereine auf § 2c VermAnlG zurückgreifen. Hier konnte uns keine Expertin bzw. Experte einen Anwendungsfall nennen (was selbstverständlich nicht ausschließt, dass solche Projekte existieren – vor allem im Amateurbereich). Im Profi- und profinahen Bereich wird § 2a VermAnlG genutzt. Mediale Aufmerksamkeit erhielt z.B. das Crowdfundingprojekt des Fußballklubs VfL Osnabrück, das die Erteilung der Lizenz für den Spielbetrieb sicherte. Über Nachrangdarlehen warb der Verein ca.

500.000 EUR ein. Ein weiteres prominentes Beispiel ist die im Jahr 2016 durchgeführte Finanzierung des Fußballklubs Hertha BSC. Insgesamt wurden dort 1 Mio. EUR über eine Laufzeit von drei Jahren mit einer festen Verzinsung von 4,5% p.a. über die Crowdlending-Plattform Kapilendo eingeworben.

4.2.2.3. Hinterlegungspflicht des VIB bei der BaFin

Wie oben beschrieben, besteht bei § 2c VermAnlG keine Pflicht zur Hinterlegung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts gemäß § 14 Abs. 1 S. 2 VermAnlG. Daher kann zur Überprüfung der in den Expertengesprächen gefundenen Ergebnisse, wonach § 2c VermAnlG keine praktische Relevanz hat, auf diesen Indikator nicht zurückgegriffen werden.

4.2.2.4. Fehlende Rückläufe

Hinzuweisen ist schließlich darauf, dass gerade im Bereich des § 2c VermAnlG Expertinnen und Experten nicht auf unsere Anfragen reagiert haben. Es kann also nicht ausgeschlossen werden, dass diese Personen nicht doch Informationen über Anwendungsfälle des § 2c VermAnlG haben, obwohl die Wahrscheinlichkeit dafür sehr gering erscheint.

4.2.3. § 2a VermAnlG

Nach einheitlicher Aussage der Experten hat § 2a VermAnlG eine sehr hohe praktische Relevanz. Bei der Schwarmfinanzierung von Start-Ups wird fast ausschließlich der § 2a VermAnlG genutzt. Außerdem verwenden häufig Emittentinnen aus den Bereichen Immobilien und grüne Energie den § 2a VermAnlG.

Des Weiteren stellt die Pflicht zur Erstellung eines VIB nach Aussage von Branchenvertretern keine nennenswerte Hürde für die Emittentinnen bei § 2a VermAnlG dar. In der Regel würden die Crowdinvesting-Plattformen den Prozess unterstützen. Die Kosten seien durch die bei § 2a VermAnlG zulässige erfolgsabhängige Vergütung abgedeckt.

Literatur

- 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.
- 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. Juli 2016].
- Companisto (2015). *www.companisto.de*. Abgerufen am 28.07.2016 von [www.companisto.de](https://www.companisto.com/de/how-it-works): <https://www.companisto.com/de/how-it-works>.
- Hornuf, L. & Schmitt, M. (2016). Success and Failure in Equity Crowdfunding. *CESifo DICE Report*, 14(2), S. 16-22.
- Hornuf, L. & Schwienbacher, A. (2014). The Emergence of Crowdfunding in Europe: With an In-Depth Analysis of the German Market. *SSRN Working Paper*, No. 2481994. Verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2481994> [11. Juli 2016].
- Hornuf, L. & Schwienbacher, A. (2016). Should Securities Regulation Promote. *Small Business Economics*, im Erscheinen.
- Klöhn, L. & Hornuf, L. (2012). Crowdfunding in Deutschland – Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 24(4), S. 237-266.
- Klöhn, L., Hornuf, L. & Schilling, T. (2016). Crowdfunding-Verträge - Inhalt, Entwicklung und praktische Bedeutung. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 27(3), S. 142-178.
- Schäfer, F. A. (2016). § 1 Rn. 47. In: Boos, K., Fischer, R., Schulte-Mattler, H. (Hrsg.): Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften, 5. Auflage, C.H. Beck Verlag, München.

Seedmatch. (2014a). *www.seedmatch.de*. Abgerufen am 09. Juli 2016 von www.seedmatch.de:

https://www.seedmatch.de/system/files/campaign/seedmatch_in_zahlen_q4_2014.pdf.

Seedmatch (2014b). *www.seedmatch.de*. Abgerufen am 28.07.2016 von www.abvg.de:

http://www.abvg.de/uploads/2/6/9/2/26921300/20141202_seedmatch_vortrag_abv_gotttingen.pdf.

Zwissler, Th. (2013). § 8 Rn. 11, Prospekt für Vermögensanlagen und Vermögensanlagen-
Informationsblatt. In: Habersack, M., Mülbert, P., Schlitt, M. (Hrsg.): Handbuch der
Kapitalmarktinformation, 2. Auflage, C.H. Beck Verlag, München, S. 159-197.

Anhang 1: Fragebogen zur Untersuchung § 2b und § 2c



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

Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz

Bitte senden Sie den ausgefüllten Fragebogen schnellstmöglich, spätestens jedoch bis zum **15.07.2016** an uns zurück.

ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.
Dr. Christa Hainz/Felix Ehrenfried
Poschingerstraße 5
81679 München

Telefon Hainz: 089 9224 1237
Telefon Ehrenfried: 089 2180 1392
E-Mail: Hainz@ifo.de
felix.ehrenfried@econ.lmu.de

Ihre Angaben werden **streng vertraulich** behandelt.
Der gesetzliche Datenschutz ist voll gewährleistet.

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 diesen Ausnahmetatbestand 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. Nehmen Sie bitte kurz mit uns Kontakt auf, falls Sie in diesem Zeitraum mehr als ein Projekt durchgeführt haben.

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?

Vielen Dank für Ihre wertvolle Unterstützung!

Anhang 1: Fragebogen zur Untersuchung § 2b und § 2c

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

Falls Sie für die Finanzierung eines Projekts Vermögensanlagen in mehreren Finanzierungsrunden ausgegeben haben, bitten wir Sie für die Angaben zu „3. Angaben zur Vermögensanlage“ für jede Finanzierungsrunde separat auszufüllen.

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

b) Welches Finanzierungsinstrument wurde gewählt?

Stille Beteiligung

Anteil, der Beteiligung am Unternehmen
gewährt

Anteil an einem Treuhandvermögen

Partiarisches Darlehen mit Nachrang

Partiarisches Darlehen ohne Nachrang

Nachrangdarlehen (ohne partiarisches Element)

Genussrecht

Namensschuldverschreibung

Anteil an Genossenschaft

Sonstige Anlage (bitte spezifizieren):

c) Wurde für die Vermögensanlage ein Zinssatz vereinbart?

Ja. Wie hoch war der vereinbarte Sollzinssatz? _____

Nein

d) Wie lang war die Laufzeit der Vermögensanlage?

e) Wann wurde die Vermögensanlage erstmals ausgegeben?

Monat: _____ Jahr: _____

f) Wurde für die Vermögensanlage ein Prospekt aufgelegt?

Ja Nein

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

Ja Nein

Vielen Dank für Ihre wertvolle Unterstützung!

Anhang 1: Fragebogen zur Untersuchung § 2b und § 2c

h) Über welche Kanäle wurde die Vermögensanlage vertrieben?

i) Wurde für den Vertrieb eine Vergütung bezahlt?

- Ja. War diese abhängig vom Erfolg? Ja Nein
 Nein

j) Wie viele Käufer haben in die Vermögensanlage investiert?

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

l) Waren unter den Investoren Kapitalgesellschaften?

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

m) Wie hoch sind die einzelnen Beteiligungen?

Niedrigste Beteiligung: _____
Höchste Beteiligung: _____
Durchschnittliche Beteiligung: _____

n) Hat die Vermögensanlage Besonderheiten aufzuweisen?

- Nein
 Ja, welche? _____

o) Haben die Investoren von Ihrem Widerrufsrecht Gebrauch gemacht?

- Ja Nein

p) Verläuft die Rückzahlung bisher planmäßig?

- Ja
 Nein, wo liegen die Unregelmäßigkeiten? _____

q) Wie hoch war der Gesamtverkaufspreis aller von der Organisation angebotenen Vermögensanlagen?

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

Eigenkapital: _____
Fremdkapital: _____
Bankkredit: _____

Vielen Dank für Ihre wertvolle Unterstützung!

Anhang 1: Fragebogen zur Untersuchung § 2b und § 2c

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 <u>Finanzierungsinstrument</u> (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 Prospektspflicht 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: _____

Email: _____

Adresse: _____

Vielen Dank für Ihre wertvolle Unterstützung!