

Praxiserfahrungen mit den durch das Kleinanleger- schutzgesetz vom 3.7.2015 eingeführten Befreiungsvor- schriften in § 2a bis §2c Vermögensanlagengesetz

Abschlussbericht im Auftrag des
Bundesministerium der Finanzen
28. Oktober 2016

Kurzzusammenfassung

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

Ziel dieses Berichts ist die Evaluierung der bisherigen Praxiserfahrungen mit den durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingeführten Befreiungsvorschriften in § 2a bis §2 c Vermögensanlagegesetz.

§ 2a VermAnlG: Befreiungen für Schwarmfinanzierungen

Datengrundlage

Grundlage der Auswertung des § 2a VermAnlG ist die Crowdfunding-Datenbank, die die Autoren dieses Gutachtens Lars Hornuf und Lars Klöhn seit dem 1.8.2011 pflegen und aktuell halten. Die Datenbank beinhaltet Informationen zu Start-up-Finanzierungen, Immobilienfinanzierungen, ökologische Projektfinanzierungen und Filmfinanzierungen auf 37 deutschen Crowdfunding-Plattformen. Von diesen 37 Crowdfunding-Plattformen waren im Jahr 2015 noch 22 Portale aktiv, d.h. sie boten in den vorangegangenen 12 Monate mindestens eine Finanzierung an. Die vorliegende Auswertung deckt den Markt für Schwarmfinanzierungen, der unter die Befreiungsvorschriften in § 2a VermAnlG fällt, nahezu vollständig ab. Die Untersuchung berücksichtigt den Beobachtungszeitraum vom 1.8.2011 bis 1.6.2016, d.h. es werden alle Schwarmfinanzierungen seit Beginn dieser neuen Finanzierungsform untersucht.

Entwicklung des Crowdfunding-Marktes 2011 - 2016

Bis zum 1.6.2016 boten deutsche Crowdfunding-Portale wie Companisto, Exporo und Seedmatch 405 Finanzierungen an, von denen 318 erfolgreich vermittelt wurden. 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.

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. Der deutsche Crowdfunding-Markt wuchs in den Jahren von 2011 bis 2015 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 220%. Eine Finanzierungsphase dauerte bei erfolgreichen

Emittentinnen 68 Tage. Bei der Mehrzahl der Emittentinnen handelt es sich um junge Unternehmen. Von den 405 Emittentinnen wurden 310 nach 2009 gegründet. Drei Viertel der Emittentinnen waren zum Finanzierungsbeginn jünger als 3 Jahre.

Betrachtet man die Wirtschaftszweige, denen die finanzierten Unternehmen und Projekte zugeordnet werden können, fällt auf, dass besonders häufig Schwarmfinanzierungen im Bereich Information und Kommunikation sowie im Bereich Handel durchgeführt wurden. Ein Großteil der finanzierten Unternehmen verfolgt ein internetbasiertes Geschäftsmodell. Das größte Finanzierungsvolumen wurde bislang im Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen realisiert. 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 und-modernisierung durchgeführt und lediglich eine Emittentin bot eine Grundstücksfinanzierung an. Mit einem Anteil von 79% finanzierten die meisten Emittentinnen Immobilien zur Wohnraumnutzung. Bei knapp der Hälfte der sanierten bzw. aufgewerteten Immobilien ist neuer Wohnraum auf der Grundlage bis dato ungenutzter Gewerbe- bzw. Wohnfläche geschaffen worden. Zudem war knapp die Hälfte der sanierten bzw. aufgewerteten Immobilien bereits als Wohnflächen bzw. Gewerbeeinheiten vollständig bis teilweise vermietet.

Nutzung von Wertpapierprospekten / Ausfälle bei Schwarmfinanzierungen

Im Beobachtungszeitraum wurden insgesamt drei Emissionen mit einem Prospekt gemäß WpPG durchgeführt. Eine weitere Emittentin nutzte zwar einen Prospekt, konnte sich aber am Ende nicht erfolgreich finanzieren. 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. Im Beobachtungszeitraum kam es bei 43 der 318 erfolgreichen Finanzierungsrunden zu Ausfällen. In den 11 Monaten vor Inkrafttreten des KASG waren es 3 von 55 Emittentinnen, die Insolvenz anmelden mussten oder liquidiert wurden. Im Zeitraum danach war es keine einzige von 40 Emittentinnen.

Gesamtverkaufspreis je Emittentin

Eine Auswertung nach dem Gesamtverkaufspreis zeigt, dass 253 von 318 Emittentinnen weniger als 500.000 EUR einsammelten. Insgesamt machten diese Emittentinnen ein Drittel des Gesamtmarktvolumens aus. Auf weitere 59 Emittentinnen entfielen hingegen 66% des Gesamtmarktvolumens. Lediglich 6 Emittentinnen davon 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. In den 11 Monaten davor waren es noch 31 Mio. EUR.

Nutzung von Vermögensanlagen

Die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen haben sich in den letzten Jahren von stillen Beteiligungen hin zu partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen entwickelt. Partiarische Darlehen waren die mit Abstand am häufigsten genutzten Vermögensanlagen, gefolgt von stillen Beteiligungen und Nachrangdarlehen. Insgesamt fünf Emittentinnen boten Wertpapiere am Markt an. Partiarische Darlehen machen mit 64 Mio. EUR und Nachrangdarlehen mit 30 Mio. EUR rund 85% des Emissionsvolumens aus. Bei der Betrachtung der Immobilien-Emittentinnen zeigt sich, dass diese meist Nachrangdarlehen anbieten. Nur drei Emittentinnen nutzen partiarische Darlehen und stille Beteiligungen. Zwei der Immobilien-Emittentinnen boten Wertpapiere an.

Eigenschaften der Anlegerinnen und Anleger

Die Anlegerinnen und Anleger auf den Crowdfunding-Portalen sind durchschnittlich um die 40 Jahre alt. Die überwiegende Mehrzahl der Investierenden ist auf allen Portalen männlich. Bei 270 der 318 erfolgreichen Emissionen ist die Anzahl der Investments bekannt. Dort wurden durchschnittlich 289 Investments pro Emittentin getätigt.

Vier Crowdfunding-Portale haben uns Informationen zur Nutzung von Kapitalgesellschaften durch die Anlegerinnen und Anleger zur Verfügung gestellt. Bei Zinsland war es lediglich 1 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 Innovestment 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. Im Ergebnis zeigt sich, dass rund 3% der Investierenden angaben, über eine Kapitalgesellschaft zu investieren. Diejenigen, die angaben, als Kapitalgesellschaft zu investie-

ren, tätigten ihre Investments häufig in der Rechtsform der GmbH. 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 weniger als fünf Investments vorwiesen. Allgemein wurden größere Investitionssummen vor allem von GmbHs investiert. Durchschnittlich investierten die Kapitalgesellschaften deutlich weniger als den vom KASG eingeführten Grenzwert von 10.000 EUR. 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.

Anlagebeträge

Zusätzlich wurden 56.456 Investments von 134 Emissionen auf 4 verschiedenen Crowdfunding-Plattformen berücksichtigt. Anlegerinnen und Anleger, die mehr als 1.000 EUR investierten, machen zwar zahlenmäßig nur 15% aller Investierenden auf dem Crowdfunding-Markt aus, sie bringen mit 71% jedoch den Großteil 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. Die Anzahl der Investierenden, die exakt 1.000 EUR investierten, blieb nach Inkrafttreten des KASG nahezu unverändert. 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.

Insgesamt gab es bei 34 auswertbaren Emissionen 118 Investierende, die ihr Widerrufsrecht während der Finanzierungsphase 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.

Marktkonsolidierung und ausländische Crowdfunding-Plattformen

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. Allerdings könnten sich deut-

sche Emittentinnen prinzipiell auch auf den großen Portalen im Ausland finanzieren. 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. Die Emittentinnen ohne britische Handelsregisternummern stammten nach eigenen Recherchen beim deutschen und britischen Unternehmensregister jedenfalls nicht aus Deutschland. Jedoch konnte kein auf Seedrs finanziertes Unternehmen einen Sitz in Deutschland vorweisen. Immerhin eines der 15 auf dem österreichischen Portal Conda 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.

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

Methodische Herangehensweise und Datenerhebung

Außerdem geht es in der Studie um die Identifikation und Charakterisierung von Emittentinnen, die unter die Befreiungsvorschriften in § 2b und § 2c VermAnlG fallen könnten. 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. Für die Datenerhebung haben wir ein mehrstufiges Verfahren angewendet. In der ersten Stufe wurden die relevanten Bereiche durch Expertengespräche mit Verbänden und Praktikern identifiziert. Durch eine umfassende Online-Recherche wurden die einzelnen Emittentinnen ermittelt. In der zweiten Stufe fand eine Datenerhebung zu den durchgeführten Projekten und ausgegebenen Vermögensanlagen der zuvor identifizierten Emittentinnen statt.

Die für § 2b (soziale Projekte) ermittelten Bereiche sind: Energieprojekte, Wohnprojekte, Dorfläden, Lebens- und Arbeitsgemeinschaften sowie sonstige (z.B. Freizeitvereine, Interessensgemeinschaften). Der § 2c (gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften) umfasst folgende Bereiche: Kirchen und Religionsgemeinschaften, Freie Schulen (z.B. Waldorfschulen, Montessorischulen.), Stiftungen, Pflegeeinrichtungen (z.B. Hospize) sowie sonstige

(z.B. Hilfswerke, Sportvereine, Fördervereine). Insgesamt wurden 507 Fragebögen versandt. Bis zum Abschluss der Studie erhielten wir 45 Antworten.

Für die Interpretation der Ergebnisse ist wichtig, sich die Beschränkungen bei der Datenerhebung zu vergegenwärtigen. Für die potentiell von §§ 2b und 2c betroffenen Organisationen gibt es keine Datengrundlage wie die Crowdfunding-Datenbank und damit konnte für die Befragung nicht auf eine Grundgesamtheit zurückgegriffen werden. Vielmehr haben wir versucht, durch umfangreiche Recherchen die Grundgesamtheit zu erschließen. Außerdem können bei der freiwilligen Befragung Selektionsprobleme entstehen. Es kann 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. Der erhobene Datensatz kann nicht als repräsentativ angesehen werden und ist mit 45 Beobachtungen klein. Dennoch ermittelt die Studie erstmals die Finanzierungsmuster von sozialen und gemeinnützigen Projekten und gibt dadurch wichtige Hinweise auf deren Finanzierungsverhalten.

Darüber hinaus lässt sich kein Vergleich von Projekten aus der Zeit vor und nach der Gesetzesänderung durchführen, da nach Einführung des KASG im Juli 2015 nur drei Projekte erfasst wurden. Die Untersuchung kann aber aufzeigen, welche Wahl die Emittentinnen vor Einführung des KASG bei der Emission von Vermögensanlagen getroffen haben, als ihre Wahl nicht von den Regelungen des KASG beeinflusst war.

Anzahl der Projekte mit bzw. ohne Prospekt

Sowohl im sozialen als auch im gemeinnützigen Bereich hat jeweils nur ein Projekt einen Prospekt veröffentlicht. Insgesamt geben 6 Projekte an, einen Prospekt ausgegeben zu haben. Hier scheint jedoch eine gewisse Unsicherheit bezüglich der Begrifflichkeit bestanden zu haben, da bei Nachfrage oft ein Werbeprospekt oder ähnliches als Prospekt verstanden wurde, nicht ein Prospekt nach den Vorgaben des VermAnlG. Tatsächlich haben also 2 Projekte einen Prospekt veröffentlicht.

Planmäßiger Verlauf der Rückzahlung

Von den befragten Emittentinnen gab keine an, dass die Rückzahlung der Vermögensanlage bis zum Zeitpunkt der Befragung unregelmäßig verlaufen wäre. Da die Teilnahme an der Studie freiwillig war, ist es denkbar, dass sich nur Emittentinnen an der Befragung beteiligt haben, deren Rückzahlung bisher planmäßig verlaufen ist.

Verkaufspreise der Vermögensanlage

Im Bereich sozialer Projekte wurden überwiegend Vermögensanlagen mit einem Verkaufspreis bis 250.000 EUR emittiert. 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.

Bei den gemeinnützigen Projekten wurden bei knapp der Hälfte der Vermögensanlagen ein Verkaufspreis bis zu 250.000 EUR Erlöst. 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. Aus dieser Beschreibung lässt sich schließen, dass gerade im Bereich gemeinnütziger Projekte Vermögensanlagen mit geringerem Volumen emittiert werden als im sozialen Bereich.

Vereinbarte Sollzinssätze

Bei den Emittentinnen im sozialen Bereich haben wir Informationen über die Zinssätze von 14 Nachrangdarlehen und einem partiarischen Darlehen. Bei einem Nachrangdarlehen wurde keine Verzinsung vereinbart. Die Zinssätze bewegen sich im Bereich von 0,1% bis 4,5%. Häufig wurde eine Spanne von Zinssätzen angegeben.

Bei den 7 Nachrangdarlehen von gemeinnützigen Emittentinnen wurde für 4 Nachrangdarlehen keine Verzinsung vereinbart. Für die anderen drei Nachrangdarlehen wurden Spannen angegeben, die sich zwischen 0% und 4% bewegen.

Insgesamt lässt sich kein zeitlicher Trend bei den Zinssätzen feststellen. Es ist unklar, weshalb Zinsspannen angegeben wurden und ob sich die Zinssätze auf verschiedene Vermögensanlagen bezogen.

Ziele der Emittentinnen

Im Bereich sozialer Projekte werden die Verkaufserlöse der meisten Vermögensanlagen zum Bau, Kauf oder Betrieb von Immobilienprojekten sowie für Renovierungen verwendet, gefolgt vom Aufbau/Betrieb von Anlagen zur Energieerzeugung.

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

Organisationsform der Emittentinnen

Während sich sozial klassifizierte Projekte hauptsächlich als Genossenschaft oder Unternehmungsgesellschaft (haftungsbeschränkt) organisieren, favorisieren Projekte, die als gemeinnützig anerkannt sind, die Rechtsform eines eingetragenen Vereins oder einer Stiftung.

Erfüllung der Befreiungstatbestände

Von den insgesamt 32 sozialen Projekten fallen 28 Projekte unter die in § 2b Abs. 2 definierten Größenordnungen hinsichtlich Bilanzsumme und Umsatz (wobei wir bei Emittentinnen, die nur eine der beiden Größen angegeben haben, auf die Größenordnung der fehlenden Position schließen). Insgesamt 4 Emittentinnen sind so groß, dass sie nicht unter die Befreiungsvorschriften des § 2b Abs.2 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 sind. Damit würden alle 13 gemeinnützigen Emittentinnen die Voraussetzungen des § 2c Abs.2 VermAnlG erfüllen. Von Religionsgemeinschaften liegen uns leider keine Antworten vor.

Von den 30 Projekten, für die wir über ausreichend Informationen verfügen, um die Anwendbarkeit der Ausnahmen und der Befreiungstatbestände zu beurteilen, würden 4 vom gesamten Pflichten- und Haftungskatalog des VermAnlG erfasst werden, wenn sie nach Einführung des VermAnlG durchgeführt worden wären. Für alle anderen Projekte wären die Ausnahme- bzw. Befreiungsregelungen zum Tragen gekommen. Bis auf ein Projekt, das möglicherweise von der Befreiung des § 2b VermAnlG Gebrauch machen hätte können, wären alle anderen Projekte aufgrund der Ausnahmen in § 2 VermAnlG nicht unter das VermAnlG gefallen.

Bei den 13 gemeinnützigen Projekten würden 12 von den Vorschriften des VermAnlG befreit. Ein Projekt wäre sicherlich unter die Befreiungsvorschriften des § 2c gefallen. Bei einem weiteren Projekt hätte § 2c möglicherweise Anwendung finden können. Bei insgesamt 6 Projekten hätte die Finanzierung nicht über Vermögensanlagen gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG stattgefunden. 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.

Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme und Anteil der Vermögensanlagen

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.

Ähnliches gilt 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 bei sozialen Projekten.

Verwendete Vermögensanlagen

Für soziale Projekte wurden oft Nachrangdarlehen genutzt. Außerdem wurden relativ häufig Anteile ausgegeben, die eine Beteiligung am Unternehmensergebnis eines Unternehmens gewähren (hauptsächlich Genossenschaftsanteile und stille Beteiligungen).

Auch der Großteil der gemeinnützigen Projekte finanziert sich über Nachrangdarlehen. Jedoch werden 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.

Mittelaufnahme in Relation zur Bilanzsumme und Umsatz für soziale Projekte

Die Mittelaufnahme durch soziale Projekte beträgt im Durchschnitt das 7-fache des Umsatzes. Auch machen die Emissionen durchschnittlich mehr als die Hälfte der Bilanzsumme der sozialen Projekte aus.

Perzeptionsfragen

Ein überwiegender Teil der an der Untersuchung beteiligten Emittentinnen hat die Ausgabe einer Vermögensanlage gewählt, weil sie die Vermögensanlage für die am besten geeignete Finanzierungsform hielt. Ein Bankkredit wäre hingegen nur für sehr wenige Emittentinnen die bevorzugte Wahl gewesen. Fast 80% der befragten Emittentinnen erklärten gleichzeitig, dass sich die gewählte Finanzierungsform auch im Nachhinein als optimal herausgestellt habe.

Ebenfalls bewerteten die meisten befragten Emittentinnen die Wahl der Vermögensanlage als positiv. Gleichzeitig spielten für die befragten Emittentinnen steuerliche Gründe und Mitspracherechte von Investierenden für die Wahl ihrer Vermögensanlage keine Rolle. Bezüglich der Prospektspflicht gab die Hälfte der Befragten an, dass die mögliche Befreiung ihrer Vermö-

gensenanlage von der Prospektpflicht für ihre Wahl irrelevant gewesen sei. Jedoch bestätigten rund 27%, dass es ihnen bei der Wahl der Vermögensanlage um die Vermeidung der Prospektpflicht gegangen wäre.

Etwa 30% der Emittentinnen haben die Vermögensanlage gewählt, um ihren Kreditrahmen zu schonen. Für etwa gleich viele Emittentinnen war die Frage aber irrelevant. Über die Hälfte der Emittentinnen erwartete, dass Banken das Projekt finanziert hätten. 40% der Emittentinnen wurden von Banken signalisiert, dass sie das Projekt finanzieren würden.

Expertengespräche

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. Die angesprochenen Expertinnen und Experten setzten sich aus Vertreterinnen und Vertretern von Emittentinnen, Investierenden, Plattformbetreiberinnen und Plattformbetreibern, Branchenverbänden, Aufsichtsbehörden und Finanzdienstleistern zusammen. Von 25 gestellten Anfragen fanden 19 Gespräche statt, was einer Rücklaufquote von 76% entspricht.

Bezüglich der praktischen Relevanz des § 2b VermAnlG lieferte die Befragung der Expertinnen und Experten ein geschlossenes Bild. Sie stellten fest, dass die Vorschrift von den Marktteilnehmerinnen und Marktteilnehmern *nicht genutzt* werde. Stattdessen werde auf die Ausnahmetatbestände des § 2 VermAnlG zurückgegriffen. Bestätigt wird dieser Befund durch eine Auskunft der BaFin, wonach bisher kein Vermögensanlagen-Informationenblatt für Projekte gem. § 2b VermAnlG hinterlegt worden ist.

Die Expertinnen und Experten waren sich zudem einig, dass § 2c VermAnlG keine praktische Relevanz habe. Hier besteht allerdings keine Pflicht zur Hinterlegung eines Vermögensanlagen-Informationenblatts, so dass der Befund nicht so wie im Falle des § 2b VermAnlG bestätigt werden kann.

§ 2a VermAnlG hat laut ebenfalls einheitlicher Aussage der Expertinnen und Experten demgegenüber eine sehr hohe Relevanz. Viele Angebote von Vermögensanlagen im Bereich der Schwarmfinanzierung machten von dieser Ausnahmegesetzvorschrift Gebrauch. Dieses Ergebnis wird bestätigt durch unsere intensive Datenanalyse des deutschen Crowdfunding-Marktes.