

IfM-Materialien

Institut für
Mittelstandsforschung

IfM
BONN

www.ifm-bonn.org

Unternehmensgründungen und Crowdfunding

von Jonas Löher, Sabrina Schell, Stefan Schneck, Arndt Werner und Petra Moog

IfM-Materialien Nr. 241

Impressum

Herausgeber

Institut für Mittelstandsforschung Bonn
Maximilianstr. 20, 53111 Bonn
Telefon +49/(0)228 / 72997 - 0
Telefax +49/(0)228 / 72997 - 34

Ansprechpartner

Jonas Löher
Stefan Schneck

IfM-Materialien Nr. 241

ISSN 2193-1852 (Internet)
ISSN 2193-1844 (Print)

Bonn, Oktober 2015

Das IfM Bonn ist eine Stiftung
des privaten Rechts.

Gefördert durch:



Bundesministerium
für Wirtschaft
und Energie

aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages

Ministerium für Wirtschaft, Energie,
Industrie, Mittelstand und Handwerk
des Landes Nordrhein-Westfalen



Unternehmensgründungen und Crowdfunding

Entrepreneurship and Crowdfunding

Jonas Löher, Sabrina Schell, Stefan Schneck, Arndt Werner und Petra Moog

IfM-Materialien Nr. 241

Zusammenfassung

Innovativen Wachstumsunternehmen steht mit dem Crowdfunding in Deutschland seit 2011 eine neuartige Finanzierungsmethode zur Verfügung. Hierbei versuchen die meist jungen Unternehmen durch einen gezielten öffentlichen Aufruf eine breite Masse privater Investoren anzusprechen. Basierend auf einer umfangreichen Datenbank sowie einer Unternehmensbefragung zeigen wir erste Entwicklungslinien eines im Wachstum begriffenen Marktes auf. Dabei wird deutlich, dass Unternehmer sich im Vorfeld bewusst für das Crowdfunding entscheiden, obwohl ihnen Alternativen zur Verfügung stehen. Allgemein harmonisiert die Finanzierungsform dabei mit etablierten Arten der Frühphasenfinanzierung. Zudem ist festzustellen, dass die Bestandsfestigkeit der Unternehmen zwar oberhalb des Bundesdurchschnitts liegt, die zum Finanzierungszeitpunkt getroffenen Prognosen jedoch verfehlt werden.

Schlüsselwörter: *Crowdfunding, Crowdfunding, Unternehmensfinanzierung, Gründungen, Gründungsfinanzierung*

Abstract

Equity-crowdfunding was launched in Germany in the year 2011. This funding source enables young and emerging businesses to gather financial means by addressing numerous private investors via an open-call. Our examination of 163 funding rounds reveals that the German crowdfunding market sharply increased in the first years. Most entrepreneurs rely on crowdfunding despite alternative funding sources, which suggests that the decision for crowdfunding is voluntary. Often crowdfunded ventures have professional investors prior to their funding campaign, which suggests that crowdfunding matches with established financial sources. In the short-run, the proportion of businesses that fail is comparatively small. Firms mostly fail to stick to the financial objectives, which are published at the time of the crowdfunding campaign.

JEL: G20, G23, L26, M13

Keywords: *Crowdfunding, equity-based crowdfunding, corporate finance, entrepreneurship*

Danksagung

Wir bedanken uns herzlich bei Herrn Dr. Tobias Riethmüller für die rechtliche Expertise. Bei Innocent Benninghofen, Charly Bunar und Jana Prott bedanken wir uns für die Hilfe bei der Erstellung der Datenbank sowie bei der Durchführung der Befragung. Unser Dank gilt auch der Bankless 24 GmbH, BERGFÜRST AG, Companisto GmbH, CONDA GmbH, Crowdrange AG, CROWD Nine UG, Echtzeiten GmbH, finance Verlags- und Consulting AG, Innovestment GmbH, Lottohelden GmbH, MeineSpielzeugkiste, Scrooser GmbH & Co. KG, Urbanara GmbH, VivoSens Medical GmbH, Zencap Deutschland GmbH sowie zahlreichen weiteren Unternehmen für die Durchführung der Interviews und Telefonbefragungen.

Inhalt

Verzeichnis der Tabellen	II
Verzeichnis der Abbildungen	III
Kurzfassung	IV
1 Einleitung	1
2 Konzeptioneller Rahmen	4
2.1 Grundbegriffe	4
2.2 Aktueller Stand der Forschung	7
2.2.1 Beweggründe aus Unternehmenssicht	7
2.2.2 Einordnung in den Finanzierungskontext	8
2.2.3 Verwendung des Kapitals	9
2.2.4 Wirtschaftlicher Erfolg crowdfinanzierter Unternehmen	9
3 Entwicklung und Situation des Crowdinvestings in Deutschland	11
4 Das Crowdinvesting aus Unternehmens- und Investorensicht	16
4.1 Motive und Zufriedenheit der Unternehmer	16
4.2 Finanzierungshintergrund und Kapitalverwendung	21
4.3 Erfolgskennzahlen crowdfinanzierter Unternehmen	26
5 Entwicklung und Auswirkungen der rechtlichen Rahmenbedingungen	33
5.1 Akteure und ihre rechtlichen Beziehungen	33
5.2 Rechtslage bis Juli 2015	34
5.3 Veränderung der juristischen Rahmenbedingungen	35
5.4 Bewertung der rechtlichen Rahmenbedingungen	39
6 Resümee	41
Literatur	44
Anhang	48

Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 1:	Crowdfunding-Typen und ihre Eigenschaften	5
Tabelle 2:	Anzahl der Finanzierungsrunden, durchschnittliche Dauer der Fundings und Fundingerfolg nach Jahr	11
Tabelle 3:	Gesamtinvestitionen nach Jahr	12
Tabelle 4:	Durchschnittlich eingeworbenes Kapital, Anzahl der Investoren und Durchschnittsinvestment nach Projekt	13
Tabelle 5:	Finanzierungsrunde und Erfolg des Fundings nach Alter des Unternehmens	14
Tabelle 6:	Eingeworbenes Kapital nach Alter des Unternehmens und Finanzierungsrunde	15
Tabelle 7:	Bedeutung von Motiven bei der Wahl der Finanzierungsmethode und Einflussfaktoren	18
Tabelle 8:	Zufriedenheit mit der Höhe des beim Crowdinvesting erzielten Kapitals	20
Tabelle 10:	Finanzierungsalternativen zum Zeitpunkt des Crowdinvesting	22
Tabelle 11:	Verwendung des eingesammelten Kapitals (Mehrfachnennungen möglich)	25
Tabelle 12:	Gewinn oder Fehlbetrag ober- oder unterhalb der mittleren Prognose zum Zeitpunkt des Fundings	31
Tabelle A1:	Bedeutung von Beweggründen bei der Wahl der Finanzierungsmethode und Einflussfaktoren: Koeffizienten einer ordered probit Regression	50
Tabelle A2:	In welchem Maße konnten die Ziele bei der Wahl der Finanzierungsmethode erreicht werden	51
Tabelle A3:	Zufriedenheit mit der Höhe des beim Crowdinvesting erzielten Kapitals in Abhängigkeit des Seed Levels und des Betrags, der über die Fundingschwelle hinaus investiert wurde	51

Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 1: Bedeutung von Motiven bei der Wahl der Finanzierungsmethode	16
Abbildung 2: Erreichung der Motive	19
Abbildung 3: Seed Level und eigenes Commitment der Unternehmer	24
Abbildung 4: Anzahl der Investoren mit und ohne Verluste - alle erfolgreich finanzierten Vorhaben	28
Abbildung 5: Anzahl der Investoren mit und ohne Verluste - erfolgreich finanzierte Vorhaben junger Unternehmen	28
Abbildung 6: Eingeworbenes Kapital und Verluste - alle erfolgreich finanzierten Vorhaben	29
Abbildung 7: Eingeworbenes Kapital und Verluste - erfolgreich finanzierte Vorhaben junger Unternehmen	29
Abbildung 8: Eingeworbenes Kapital und Verluste - kumuliert nach Startjahr und Alter des Unternehmens zum Zeitpunkt des Fundings	30

Kurzfassung

Innovative Neugründungen gelten als besonders risikobehaftet. Daher stellt die Finanzierung dieser Unternehmen, insbesondere in der Frühphase ihrer Entwicklung, eine besondere Herausforderung dar. Zwar stehen Gründern in Deutschland eine Vielzahl öffentlicher Fördermittel zur Verfügung, jedoch wird der allgemeine Zugang zu privatem Risikokapital regelmäßig beklagt. Seit 2011 haben Gründer mit dem Crowdfunding eine neue Alternative zur Finanzierung ihrer Vorhaben. Systematische Befunde über die Entwicklungslinien und -tendenzen dieser für junge Unternehmen neuen Finanzierungsform liegen bisher jedoch kaum vor. An dieser Forschungslücke setzt die vorliegende Studie an und liefert Erkenntnisse über die Motive, Finanzierungshintergründe und die spätere Entwicklung der Unternehmen. Dafür werden – erstmalig für Deutschland – 163 Finanzierungsrunden von 145 Unternehmen, die zwischen 2011 und 2014 gestartet wurden, über einen Zeitraum von 41 Monaten analysiert.

Unternehmer entscheiden sich bewusst für das Crowdfunding

Überwiegend junge Unternehmen nutzen das Crowdfunding, obwohl ihnen zum Zeitpunkt dieser Entscheidung auch alternative Finanzierungsoptionen zur Verfügung stehen. Sie wählen diese Finanzierungsform somit bewusst und nicht aus der Not heraus. Die wichtigsten Beweggründe sind dabei – neben der Sicherung des Kapitalzuflusses – ein erhoffter Werbeeffekt beim Endkunden. Die Finanzierungsform eignet sich dabei insbesondere für innovative Wachstumsunternehmen, die Kapital für die zeitnahe Markteinführung suchen. Für Unternehmen in früheren Entwicklungsstadien stellt das Crowdfunding zunehmend weniger eine Option dar.

Unternehmen sind mit den erzielten Ergebnissen zufrieden

Rund neun von zehn Kampagnen werden von der Crowd erfolgreich finanziert. Nicht nur aus diesem Grund sind die meisten Unternehmer mit dieser Art der Finanzierung und der Bereitstellung von Kapital durch die Crowd zufrieden. Auch die Realisierung nicht-monetärer Mehrwerte, wie der Werbeeffekt beim Endkunden oder der Zugang zu Netzwerken, werden positiv bewertet. Diese Erfahrungen führen dazu, dass sich insgesamt 85 % der Unternehmen wieder für das Crowdfunding entscheiden würden.

Crowdinvesting harmoniert mit anderen Finanzierungsformen

Fünf von sechs Gründer(teams) haben im Vorfeld eigene Mittel in das Unternehmen investiert. Dabei wird deutlich: Je höher der eigene finanzielle Beitrag der Gründer ist, desto mehr Kapital vertrauen die Anleger dem Unternehmer an. Dies deutet darauf hin, dass Investoren die finanzielle Beteiligung des Unternehmers mit eigenen Mitteln als Qualitätssignal für das Gründungsprojekt interpretieren. Zudem harmoniert Crowdinvesting mit anderen Alternativen der Eigenkapitalfinanzierung. So hat nahezu die Hälfte der betrachteten Unternehmen eine Folgefinanzierung durch einen Business Angel oder eine Venture Capital-Gesellschaft erhalten.

Crowdfinanzierte Unternehmen überleben länger als "Normalgründungen" – verfehlen jedoch ihre Prognosen

Bis Mai 2015 waren 17,1 % aller erfolgreich crowdfinanzierten Unternehmen nicht mehr am Markt aktiv. Damit sind sie in der kurzfristigen Betrachtung bestandsfester als der Bundesdurchschnitt aller Gründungen. Durch das Kapital, das sie beim Crowdinvesting generieren, haben sie jedoch einen entscheidenden Überlebensvorteil. Trotz der vergleichsweise hohen Bestandsfestigkeit werden von jedem angelegten Euro der Investoren bislang knapp 10 Cent in Unternehmen investiert, die bereits ausgeschieden sind. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass die Mehrheit der befragten Unternehmen seine beim Fundingstart gestellten Prognosen hinsichtlich Umsatz und Gewinn/Fehlbetrag verfehlt.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen waren lange unsicher

Crowdinvesting war bis Juni 2015 in Deutschland nicht spezifisch geregelt. Vielmehr bildeten die allgemeinen Vorschriften zum Bank-, Kapitalmarkt- und Gewerberecht den Rechtsrahmen und konnten deshalb nur bedingt den Anforderungen an den Schutz der Kapitalgeber gerecht werden. Rechtliche Regelungen für das Crowdinvesting wurden erstmals mit der Novellierung des Kleinanlegerschutzgesetzes im Juli 2015 geschaffen. Die geplante Überprüfung des Gesetzes im Jahre 2016 wird als sinnvoll erachtet. Dabei muss darauf geachtet werden, dass die regulatorischen Maßnahmen die zunehmende Akzeptanz des Crowdinvestings innerhalb der Finanzierungslandschaft nicht gefährden.

1 Einleitung

Wenige Themen im Bereich der Gründungsfinanzierung haben in den vergangenen Jahren so viel Aufmerksamkeit durch Medien, Politik und Gründer erhalten wie das Crowdfunding. Mithilfe zahlreicher Kleininvestoren trug diese neuartige Finanzierungsform in der jüngeren Vergangenheit dazu bei, dass eine vielfältige Bandbreite von Projekten und Ideen realisiert werden konnte. Dabei zeichnet sich dieses auch als "Schwarmfinanzierung" bezeichnete Phänomen durch stetig hohe Wachstumsraten aus. So stiegen zwischen 2013 und 2014 die weltweit generierten Finanzierungsvolumina von 6,1 Mrd. \$ auf 16,2 Mrd. \$. In Deutschland ist das entsprechende Volumen im gleichen Zeitraum von 65 Mio. € auf 140 Mio. € angewachsen (Massolution, 2015; Wardrop et al. 2015, S. 29). Auf der einen Seite ruft diese Entwicklung am Innovationsstandort Deutschland große Hoffnungen im Hinblick auf die Finanzierung junger Wachstumsunternehmen hervor. Zahlreiche Akteure aus Medien und Politik sprechen dem Crowdfunding mittlerweile das Potenzial zu, dem auf gleichbleibend niedrigem Niveau stagnierenden Markt privater Eigenkapitalfinanzierung neue Impulse verleihen zu können. Auf der anderen Seite wird das Thema Investorenschutz jedoch kontrovers diskutiert. Folglich ist das Crowdfunding Bestandteil des Koalitionsvertrages und Gegenstand verschiedener Regulierungsmaßnahmen.

Beim Crowdfunding handelt es sich um eine Finanzierungsform mit unterschiedlichen Ausprägungen. Diese lassen sich nach der Art der Gegenleistung unterscheiden, die der Kapitalgeber für seinen finanziellen Einsatz erhält (vgl. Hemer 2011, S. 8 ff.). Im nationalen Zusammenhang spielt insbesondere das Crowdfunding – auch als Equity-Crowdfunding bezeichnet – eine zentrale Rolle in der öffentlichen Wahrnehmung. Die oft zahlreichen Kapitalgeber erhalten in der Regel eine eigenkapitalähnliche Beteiligung an (jungen) Unternehmen oder Projekten. Sie partizipieren somit finanziell an dessen zukünftiger Entwicklung.

Die ökonomische Bedeutung des Crowdfundings ist aufgrund seiner kurzen Historie bis dato kaum erforscht. Ein Ziel unserer Studie ist es daher, die aktuelle rechtliche Situation näher zu beleuchten. Durch das Crowdfunding erhalten zahlreiche Kleininvestoren Zugang zu einer Anlageklasse, die bisher etablierten Investoren wie etwa Business Angels und Venture Capital-Gesellschaften vorbehalten war. Kleinanleger sehen sich hierdurch mit schwer absehbaren Risiken einer Anlageform konfrontiert, über die bisher kaum gesi-

cherte Erkenntnisse vorliegen. Aus diesem Grund hat der Gesetzgeber eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um einen besseren Kleinanlegerschutz zu gewährleisten. Es gilt hierbei jedoch noch zu klären, ob die neuen rechtlichen Rahmenbedingungen den Akteuren genügend Handlungsspielraum lassen oder ob sie letztlich einen im Wachstum begriffenen Markt zu stark reglementieren.

Die Beweggründe der kapitalsuchenden Unternehmen stellen einen weiteren Schwerpunkt unserer Studie dar. Erste Forschungsergebnisse im Bereich des Crowdfunding deuten an, dass neben dem Kapitalzufluss weitere Motive, wie etwa die Gewinnung von Aufmerksamkeit oder die Bestätigung für das eigene Produkt, eine entscheidende Rolle spielen (vgl. Belleflamme et al. 2013, S. 321 f.). Unklar ist bisher, ob bzw. inwiefern sich diese Erkenntnisse auf das Crowdfunding übertragen lassen. Zudem stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob die Mehrwerte, die mit dieser neuen Finanzierungsform in Verbindung gebracht werden, in der Realität tatsächlich verwirklicht werden können.

Weitgehend unbekannt ist die allgemeine Rolle des Crowdfunding innerhalb der Finanzierungslandschaft. Aufgrund ihrer spezifischen Risikostruktur sehen sich junge, innovative Unternehmen häufig mit Problemen bei der Gründungsfinanzierung konfrontiert (vgl. Cassar 2004, S. 262). Dabei ist gerade für diesen Unternehmenstyp eine ausreichende Kapitalausstattung der entscheidende Faktor, der die Überlebenswahrscheinlichkeit beeinflusst. Um die notwendige Stabilität zu erreichen, benötigen innovative junge Unternehmen deshalb oft mehrere Finanzierungsrunden. Daher ist es für die Folgefinanzierung von zentraler Bedeutung, dass das Crowdfunding mit anderen Finanzierungsmethoden harmoniert.

Ein zentrales Thema aus praktischer und theoretischer Sicht stellt schließlich die Entwicklung der finanzierten Unternehmen dar. Systematische Befunde hierzu liegen bislang kaum vor. Bisherige Studien analysieren vor allem, welche Unternehmen das benötigte Kapital erhalten (vgl. bspw. Hornuf/Schwienbacher 2014). Unsere Studie geht erstmals anhand verschiedener Performance-Kennzahlen der Frage nach, wie erfolgreich sich die Unternehmen im Anschluss an ihre Crowdfinanzierung im weiteren Zeitverlauf tatsächlich entwickeln.

Zusammenfassend können damit folgende Forschungsfragen festgehalten werden, die in der vorliegenden Studie näher untersucht werden sollen:

1. Welche Motive bewegen kapitalsuchende Unternehmen bei der Entscheidung für das Crowdfunding?
2. Welche Stellung nimmt das Crowdfunding im Rahmen der Gründungsfinanzierung ein und wie harmonisiert es mit anderen Finanzierungsformen?
3. Wie erfolgreich sind die finanzierten Unternehmen, nachdem sie eine Crowdfunding-Finanzierung erhalten haben?
4. Wie wirken sich die neuen rechtlichen Rahmenbedingungen auf das Crowdfunding in Deutschland aus?

Zur Beantwortung der aufgeworfenen Fragestellung bedient sich die Studie sowohl quantitativer als auch qualitativer Forschungsmethoden. Als Datenbasis wurde ein Paneldatensatz aufgebaut, der mit insgesamt 163 Finanzierungsrunden den Großteil der in Deutschland realisierten Finanzierungsrunden umfasst. Der Panelcharakter der Daten beruht auf einer Nachbefragung zwischen März und Mai 2015, an der 45 crowdfinanzierte Unternehmen teilgenommen haben. Zudem wurden insgesamt 21 qualitative Interviews mit Plattformbetreibern, Start-ups und Experten geführt.

Die Arbeit ist wie folgt strukturiert: Kapitel 2 erörtert definitorische und theoretische Grundlagen. Die Entwicklung des Crowdfunding in Deutschland wird in Kapitel 3 beschrieben. Kapitel 4 stellt die Ergebnisse der empirischen Analyse vor. Die Entwicklung der rechtlichen Rahmenbedingungen wird in Kapitel 5 diskutiert. Das Kapitel 6 fasst die Kernergebnisse nochmals kurz zusammen und leitet Handlungsempfehlungen ab.

2 Konzeptioneller Rahmen

2.1 Grundbegriffe

Das Crowdfunding stellt eine Ausprägung des übergeordneten Crowdfunding dar. Daher wird zunächst dieser Begriff näher analysiert. Crowdfunding beschreibt einen Vorgang, bei dem eine Person oder Organisation durch einen gezielten öffentlichen Aufruf versucht, finanzielle Mittel für ein bestimmtes Vorhaben zu gewinnen. Die Art der Gegenleistung kann dabei variieren (vgl. Belleflamme et al. 2014, S. 588). Der Aufruf erfolgt dabei meist über eine auf diesen Vorgang spezialisierte Internetplattform. Seinen Ursprung hat die so genannte "Schwarmfinanzierung" im Crowdsourcing (entstanden aus: "Crowd" plus "Outsourcing"). Dieses Konzept beschreibt die Auslagerung verschiedener Aufgaben und Tätigkeiten an Personen oder Personengruppen, die sich außerhalb eines Unternehmens befinden. Diese nutzen ihre Freizeit beispielsweise dazu, Inhalte zu erstellen, Probleme zu lösen oder auch Forschung und Entwicklung zu betreiben (vgl. Howe 2006). Diese Personengruppe wird somit als Ressource in einen Prozess der Leistungs- bzw. Produkterstellung eingebunden.

Ein wesentliches Merkmal des Crowdfundings sind die unterschiedlichen Gegenleistungen, welche die Kapitalgeber für die Bereitstellung ihrer Beiträge erhalten. Diese führen zu verschiedenen Typologien des Crowdfundings (vgl. auch Bradford 2012, S. 14 ff.; Hemer 2011, S. 8 ff.). Danach lässt sich das Crowdfunding in die folgenden vier Bereiche gliedern (vgl. Moritz/Block 2014, S. 61 f.), die in Tabelle 1 zusammengefasst sind.

Tabelle 1: Crowdfunding-Typen und ihre Eigenschaften

Crowdfunding-Typen	Eigenschaften und Gegenleistungen	Beispiel	Bekannte Plattformen (insgesamt realisierte Volumina - Stand: 7/2015)
Spendenbasiertes Modell (Donation-Based Crowdfunding)	<ul style="list-style-type: none"> ○ Keinerlei materielle oder finanzielle Gegenleistung / immaterielle Belohnung denkbar ○ Vorwiegend für gemeinnützige Organisationen und Projekte 	Der Verein "EinDollarBrille e.V." versucht über die Plattform betterplace.org finanzielle Mittel für Sehhilfen einzusammeln, die Menschen in Entwicklungsländern zur Verfügung gestellt werden sollen.	betterplace.org (D / 22,8 Mio. €), gofundme.com (US / 1,2 Mrd. \$)
Belohnungsbasiertes Modell (Reward-Based Crowdfunding)	<ul style="list-style-type: none"> ○ Materielle oder immaterielle, jedoch nicht finanzielle Gegenleistung - orientiert sich in der Regel an der jeweiligen Höhe des bereitgestellten Kapitals ○ Auch Vorfinanzierung eines Produktes möglich (Pre-Purchase-Modell) 	Eine Gruppe Kölner Nachwuchsmusiker sucht über die Plattform startnext.de finanzielle Mittel i.H.v. 10 Tsd. € für die Produktion und Vermarktung ihres Debütalbums. Im Gegenzug erhalten die Kapitalgeber einen Gratis-Download der produzierten CD. Besonders großzügige Kapitalgeber erhalten, in Abhängigkeit vom Betrag, eine Erwähnung im Booklet bis hin zum Privatkonzert.	startnext.de (D / 21,2 Mio. €), kickstarter.com (US / 1,8 Mrd. \$), indiegogo.com (US / k.A.)
Darlehensbasiertes Modell (Lending-Based Crowdfunding)	<ul style="list-style-type: none"> ○ Kredit an andere Privatpersonen (P2P-Lending) oder Unternehmen (P2B-Lending) ○ Gegenleistung: Zinsleistungen des Kreditnehmers - Bonität wird von Plattform ermittelt ○ Umsatzstärkstes Marktsegment innerhalb des Crowdfundings 	Ein mittelständischer Industriebetrieb sucht zum Ausbau seiner Lagerkapazitäten über die Plattform zencap.de eine Finanzierung über 100 Tsd. €. Der Kredit hat eine Laufzeit von 4 Jahren. Der Kreditgeber erhält jährlich 6,5 % Zinsen auf das bereitgestellte Kapital.	auxmoney.de (D / 278,6 Mio. €), zencap.de (D / 20,0 Mio. €), smava.de (D / k.A.), prosper.com (US / > 4 Mrd. \$)

Fortsetzung Tabelle 1

Crowdfunding-Typen	Eigenschaften und Gegenleistungen	Beispiel	Bekannte Plattformen (insgesamt realisierte Volumina - Stand: 7/2015)
<p>Eigenkapitalbasiertes Modell (Equity-Based Crowdfunding) oder auch Crowdinvesting</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ Eigenkapital- oder eigenkapitalähnliche Beteiligung am Unternehmen oder Projekt ○ Finanzielle Teilhabe an der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens ○ Ausgestaltung unterschiedlich: vorwiegend partiarische (Nachrang-)Darlehen, stille Beteiligungen 	<p>Die Circus Internet GmbH sucht für Finanzierung verschiedener Marketing- und Vertriebsaktivitäten ihrer Plattform meinspielzeugkiste.de auf der Crowdinvesting-Portal companisto.de Kapitalgeber i.H.v. 400 Tsd. €. Die Unternehmensbewertung beträgt dabei 1,6 Mio. €. Investoren können ab fünf € in das Unternehmen investieren und werden in Form eines partiarischen Nachrangdarlehens am Unternehmen beteiligt. Hierdurch erhalten sie einen Anspruch auf Beteiligung an den Gewinnen sowie an möglichen Exit-Erlösen des Unternehmens.</p>	<p>companisto.de, fundsters.de, innovestment.de, seedmatch.de (alle D / insgesamt 39,2 Mio. € / Stand: 3/2015), crowdcube.com (GB / 94,6 GBP)</p>

Aktuell entwickeln sich zunehmend hybride Plattfortmtypen, bei denen verschiedene Arten der Gegenleistung miteinander kombiniert werden. Dennoch steht auch bei diesen Plattfortmen meist eher eine der in Tabelle 1 genannten Gegenleistungen im Vordergrund.

Die vorliegende Studie fokussiert insbesondere auf das eigenkapitalbasierte Crowdfunding (oder auch Crowdinvesting). Hierbei richtet sich der öffentliche Aufruf für gewöhnlich an eine Vielzahl potenzieller Investoren, die finanzielle Mittel zur Verwirklichung unternehmerischer Ziele bereitstellen sollen. In der Praxis wird dieser Vorgang mithilfe spezialisierter Internetplattformen durchgeführt, welche als Intermediär zwischen kapitalsuchenden Unternehmen und den Investoren agiert. Die Plattformen selektieren die Unternehmen, die auf der jeweiligen Plattform Kapital von Investoren einsammeln dürfen. Sie sind verantwortlich für die Informationsbereitstellung und ermöglichen Anlegern eine Kommunikationsbasis. Die Portale beziehen eine Provision für die bereitgestellten Serviceleistungen von den kapitalsuchenden Unternehmen, die üblicherweise zwischen 5 und 10 % des eingeworbenen Kapitals liegt (vgl. Klöhn/Hornuf 2012, S. 246). Ein Crowdinvestment kommt nur dann zu Stande, wenn ein vorgegebener projektbezogener Mindestfinanzierungsbetrag, die sogenannte Fundingschwelle, innerhalb der Zeichnungsfrist erreicht wird. Wird die Fundingschwelle nicht erreicht, dann werden alle gezeichneten Beträge an die Investoren zurücküberwiesen und das Projekt nicht durch die Crowd finanziert.

2.2 Aktueller Stand der Forschung

2.2.1 Beweggründe aus Unternehmenssicht

Neben rein monetären Motiven, wie der Sicherung des Kapitalzuflusses, können Unternehmen bei der Wahl der Finanzierungsquelle auch nicht-monetäre Faktoren in die Entscheidungsfindung einbeziehen. So kann etwa beim reward-basierten Crowdfunding die gesteigerte öffentliche Aufmerksamkeit zu einem Werbeeffect für das Unternehmen und dessen Produkt bzw. Dienstleistung führen. Empirische Studien zeigen, dass dieser Aspekt von zentraler Bedeutung bei der Entscheidungsfindung der Initiatoren ist (vgl. Belleflamme et al. 2013). Zusätzlich bietet das Crowdfunding weitere Potenziale, wie etwa den Markt zu testen oder die Produktentwicklung zu unterstützen (vgl. Beier et al. 2014, S. 12). Aufgrund dieser vielfältigen Möglichkeiten identifizieren Gerber et al (2012) im Rahmen einer qualitativen Studie insgesamt sogar fünf verschiedene Dimensionen der Motivation von Projektinitiatoren. Demnach kom-

men als Beweggründe neben der Finanzierung des Unternehmens, auch die Bildung von Netzwerken, Selbstbestätigung, das Wiederholen erfolgreicher Erfahrungen anderer sowie öffentliche Aufmerksamkeitseffekte infrage (vgl. S. 5 ff.). Deswegen erwarten wir, dass Gründer, die sich für das Crowdfunding entscheiden, neben monetären auch durch nicht-monetäre Beweggründe motiviert werden.

2.2.2 Einordnung in den Finanzierungskontext

Im Verlauf ihres Lebenszyklus stehen Unternehmen zu verschiedenen Zeitpunkten grundsätzlich unterschiedliche Finanzierungsmethoden zur Verfügung (vgl. Berger/Udell 1998, S. 613 ff.). Dabei sind die Unternehmensgründer zu Beginn zumeist auf die eigenen finanziellen Mittel sowie auf Zuwendungen aus ihrem engeren persönlichen Umfeld angewiesen. Zu diesem Zeitpunkt sind Unsicherheiten besonders ausgeprägt, da statt fertiger Produkte vorrangig Geschäftsideen und statt realisierten Umsätzen lediglich Absatzprognosen vorliegen. Das hieraus resultierende Risiko können externe Kapitalgeber nur unzureichend einschätzen, was häufig zur Unzugänglichkeit externer Finanzierungsmittel in frühen Unternehmensphasen führt. Daher ist anzunehmen, dass Gründer, die sich für das Crowdfunding entscheiden, mit eigenen finanziellen Mitteln in das Unternehmen involviert sind.

Beim Crowdfunding handelt es sich um eine eigenkapitalähnliche Beteiligungsform, die den Kapitalgebern rein rechtlich nur geringe Mitspracherechte zusichert. Eine Einordnung des Crowfundings im Finanzierungskontext kann anhand der Pecking-Order Theorie (vgl. Myers/Majluf 1984) vorgenommen werden. Diese besagt, dass Unternehmen zunächst Finanzierungsmethoden bevorzugen, bei denen die Informationsasymmetrien zwischen ihnen und den potentiellen Kapitalgebern möglichst gering sind. Daher ziehen sie interne gegenüber externen Finanzierungsmitteln vor. Im Rahmen der externen Finanzierung präferieren die Unternehmen dann Fremdkapital (bspw. Bankkredite) gegenüber Eigenkapital (bspw. Business Angel, Venture Capital), um möglichst wenig Mitspracherechte abgeben zu müssen. Der Theorie folgend müssten Gründer die Finanzierungsform wählen, die den geringsten Aufwand erzeugt oder die geringsten Mitspracherechte veräußert.

Die Pecking-Order Theorie konnte bislang vor allem im Kontext etablierter Unternehmen bestätigt werden, jedoch nur bedingt im Zusammenhang mit der Finanzierung junger Unternehmen (vgl. Paul et al. 2007, S. 8). Zudem wird im Grundmodell eine klassische Aneinanderreihung verschiedener Finanzie-

rungsalternativen (vgl. Berger/Udell 1998) im Unternehmenslebenszyklus zugrunde gelegt. Diese Annahme wird zunehmend kritisch betrachtet, sodass man mittlerweile von einer stärkeren Überschneidung der Finanzierungsmethoden ausgeht (vgl. Schwienbacher 2014, S. 1 f.). Gerade junge, innovative Unternehmen brauchen dabei häufig mehrere Finanzierungsrunden, um ihr Geschäftsmodell nachhaltig etablieren zu können. Die Unternehmen werden sich daher nur für eine Finanzierungsform entscheiden, wenn diese mit etablierten Finanzierungsformen kompatibel ist.

2.2.3 Verwendung des Kapitals

Eine Vielzahl an Studien untersucht das Investorenverhalten und Determinanten, die Investitionsentscheidungen beeinflussen (z.B. Belleflamme et al. 2013; Mollick, 2014; Agrawal et al., 2015). Hornuf/Schwienbacher (2014) zeigen beispielsweise, dass das Unternehmensalter einen Einfluss auf die Erfolgsaussichten einer erfolgreichen Finanzierung durch die Crowd hat. Ahlers et al. (2015) beschreiben, dass auch die detailliertere Aufzählung von Risiken sowie das Humankapital des Managementteams einen positiven Einfluss auf die Erfolgswahrscheinlichkeit der Finanzierung haben. Aus Sicht der Investoren stehen beim Crowdfunding vor allem monetäre Zielsetzungen im Vordergrund. Damit dürfte die Anlageentscheidung der Investoren vor allem einer ökonomischen Chancen- und Risikobewertung folgen. Die Mehrheit von ihnen besitzt jedoch keine Anlageerfahrung im Bereich der Frühphasenfinanzierung (vgl. Baeck et al. 2014, 52 ff.).

Unternehmen können erst Umsätze erzielen, wenn sie auch tatsächlich am Markt operieren bzw. dort ihre Produkte und Dienstleistungen anbieten. Die Kenntnis über ein bereits fertiges Produkt bzw. erste Absatzzahlen vermindert die für den unerfahrenen Anleger schwerlich einzuschätzenden Risiken. Demnach ist zu erwarten, dass Anleger vor allem in Unternehmen investieren, die bereits in den Markt eingetreten sind bzw. kurz vor dem Markteintritt stehen. Folglich werden Unternehmen, die Crowdfunding-Kampagnen durchführen, das eingesammelte Kapital für Aktivitäten verwenden, die in enger Verbindung mit einem zeitnahen Markteintritt stehen oder der Marktdurchdringung dienen.

2.2.4 Wirtschaftlicher Erfolg crowdfinanzierter Unternehmen

Da das Crowdfunding eine relativ junge Finanzierungsform ist, behandelten erste Studien im nationalen Kontext vor allem die allgemeinen rechtlichen Rahmenbedingungen sowie die generelle Marktentwicklung (vgl. Klöhn/Hornuf

2012; Hornuf/Schwienbacher 2014). Aufgrund der noch jungen Entwicklungsgeschichte wurde der wirtschaftliche Erfolg der in Deutschland crowdfinanzierten Unternehmen sowie dessen Auswirkung auf die Investoren bisher kaum analysiert.

Fichman/Levinthal (1991) führten zur Beschreibung der Beziehung zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern den Begriff der "Honeymoon-Phase" ein. Demnach beginnen Beziehungen zwischen Investoren und Anlegern mit einem Grundstock an Vermögen bzw. Kapital, der dazu führt, dass diese nicht beendet wird, auch wenn zunächst nicht das gewünschte Resultat erzielt wird. Der Umfang dieser Mittel ist dabei auch ausschlaggebend für die Dauer der Verbindung. Ähnliches geschieht, wenn sich ein junges Unternehmen durch das Kapital der Crowd finanziert. Die Unternehmen gehen eine Beziehung mit zahlreichen Investoren ein. Sie bekommen durch den damit verbundenen Zufluss finanzieller Mittel die Möglichkeit ihr Konzept umzusetzen und so selbst kritische Phasen über einen längeren Zeitraum zu überbrücken. Somit ist zu erwarten, dass crowdfinanzierte Unternehmen längere Zeiträume am Markt bestehen als andere Unternehmen, die keinen zusätzlichen Kapitalzufluss erschließen konnten.

3 Entwicklung und Situation des Crowdinvestings in Deutschland

In Deutschland existieren derzeit rund 80 Crowdfunding Plattformen (Klöhn et al. 2015, S. 2). Jedoch handelt es sich nur bei einem Teil um Crowdfunding Plattformen.¹ Mit Hilfe der für die vorliegende Untersuchung erhobenen Datenbank (vgl. Beschreibung des Datensatzes im Anhang) wird im Folgenden die Entwicklung und derzeitige Situation analysiert.

Im Jahr 2011 wurden insgesamt neun Kampagnen begonnen (Tabelle 2).² In 2012 wurden 52 Finanzierungsrunden angestoßen, was im darauffolgenden Jahr noch übertroffen wurde. In 2014 sank die Anzahl der gestarteten Kampagnen jedoch ab. Insgesamt hatten Investoren dabei im Schnitt knapp 2 Monate Zeit, ihre Anlage zu tätigen, wobei der Zeitraum, in dem das Investment getätigt werden kann (Fundingdauer) im Betrachtungszeitraum zunahm. So konnten sich in aktuelleren Projekten aus 2014 Anleger innerhalb von durchschnittlich 84 Tagen für ihr Investment entscheiden. Während im Jahr 2011 alle neun Crowdinvestings erfolgreich finanziert wurden, scheiterten in den Folgejahren einige Vorhaben. Insgesamt wurden jedoch etwa 90 % der Projekte erfolgreich finanziert, was mit den Ergebnissen anderer Studien übereinstimmt (vgl. Hornuf/Schwienbacher 2014, S. 19).

Tabelle 2: Anzahl der Finanzierungsrunden, durchschnittliche Dauer der Fundings und Fundingserfolg nach Jahr

Startjahr der Finanzierungsrunden	Anzahl der Finanzierungsrunden	Durchschnittliche Dauer der Finanzierungsrunden in Tagen	Anteil erfolgreicher Finanzierungsrunden in %
2011	9	51,0	100,0
2012	52	36,0	84,6
2013	64	56,1	90,6
2014	38	84,1	89,5
Insgesamt	163	55,9	89,0

© IfM Bonn

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

-
- 1 Laut Klöhn et al. (2015, S. 2) wurden bis zum 18.5.2015 insgesamt 174 Finanzierungsrunden mit einem Volumen von 41 Mio. € in Deutschland abgewickelt. Unsere eigene Datenbank deckt insgesamt 163 Finanzierungsrunden bis zum 31.5.2015 ab. Damit können wir auf eine fast vollständige Datenbasis für die Analysen zurückgreifen.
 - 2 Insgesamt 24 Finanzierungsrunden hatten eine überjährige Laufzeit. In der vorliegenden Studie konzentrieren wir uns auf das Startjahr des Crowdinvestings.

Investoren haben für die erfolgreich finanzierten Projekte insgesamt rund 39,2 Mio. € an Kapital bereitgestellt (Tabelle 3). Auf die erfolgreichen Finanzierungsrunden aus den Jahren 2013 und 2014 entfielen insgesamt 33,9 Mio. €. Dieser Betrag übersteigt die Summen der vorangegangenen Jahre somit deutlich. Aufgrund des zunehmenden Bekanntheitsgrades der Finanzierungsform beteiligten sich zunehmend mehr Investoren. Das Durchschnittsalter der Unternehmen zum Zeitpunkt des Fundings betrug 1,6 Jahre. Somit nutzten vor allem junge Unternehmen diese Form der Finanzierung. Allgemein nahm das Unternehmensalter im Zeitverlauf zu.

Tabelle 3: Gesamtinvestitionen nach Jahr

Startjahr der Finanzierungsrunden	Anzahl erfolgreicher Finanzierungsrunden	Gesamtinvestition in €	Kumulierter Anteil der Gesamtinvestition in %	Anzahl der Investoren (Summe über die einzelnen Finanzierungsrunden)*	Durchschnittliches Unternehmensalter zum Zeitpunkt der Finanzierungsrunde ⁺
2011	9	748.964	1,9	653	1,2
2012	44	4.595.730	13,6	8.195	1,2
2013	58	12.414.281	45,2	18.701	1,6
2014	34	21.487.487	100,0	18.444	2,1
Insgesamt	145	39.246.462			1,6

© IfM Bonn

Es werden nur erfolgreiche Finanzierungsrunden berücksichtigt.

* Es wird die Summe der jeweils beteiligten Investoren über alle Projekte gebildet.

+ Zur Berechnung des Durchschnittsalters im Jahr 2014 stehen 32 statt 34 Beobachtungen zur Verfügung.

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Durchschnittlich investierten die Anleger 270.665 € je Vorhaben (Tabelle 4).³ Das zur Verfügung gestellte Kapital je Unternehmen stieg im Verlauf deutlich an. Im Jahr 2014 wurde für einzelne Projekte im Schnitt mehr als das sechsfache an Kapital bereitgestellt als noch in den Jahren 2011 oder 2012. Ab November 2012 stellten einige Plattformen ihr Beteiligungsmodell von stillen Beteiligungen auf partiarische Nachrangdarlehen um.⁴ Das ermöglichte es den Unternehmen weit mehr als die vormalige Höchstgrenze von 100.000 € über

³ Nicht erfolgreich crowdfinanzierte Projekte konnten mit durchschnittlich 25.521 € deutlich geringere Beträge von Investoren einwerben.

⁴ Details zu partiarischen Nachrangdarlehen sind Kapitel 5.2 zu entnehmen.

Crowdfunding zu generieren ohne dabei einen umfangreichen Prospekt erstellen zu müssen (siehe auch Kapitel 5.2). So wurden in der Folge teils siebenstellige Finanzierungssummen realisiert. Dabei wurde die größte erfolgreich finanzierte Kampagne mit 7,5 Mio. € von der Crowd finanziert.

Zudem wurde die Fundingschwelle im Zeitablauf immer deutlicher überschritten (Tabelle 4). Dies wird durch den Wert des Seed Levels, der das eingeworbene Kapital im Verhältnis zur Fundingschwelle abbildet, verdeutlicht. Der Wert 146,9 im Jahr 2011 bedeutet, dass die Fundingschwelle der neun Projekte im Schnitt um 46,9 % übertroffen wurde. Dieser Wert stieg in den darauffolgenden Jahren deutlich an, was auf eine im Zeitablauf gestiegene Anzahl an Investoren zurückgeführt werden kann.

Tabelle 4: Durchschnittlich eingeworbenes Kapital, Anzahl der Investoren und Durchschnittsinvestment nach Projekt

Startjahr der Finanzierungsrunden	Durchschnittliches eingeworbenes Kapital in € - erfolgreiche Finanzierungsrunden	Fundingschwelle in €	Seed Level	Durchschnittliche Anzahl der Investoren je Finanzierungsrunde*	Durchschnittsinvestment in €
2011	83.218	57.889	146,9	73 (23; 153)	1.960
2012	104.448	46.903	256,2	186 (11; 521)	1.091
2013	214.039	52.069	458,3	322 (4; 1298)	2.155
2014	631.985	101.029	703,6	542 (29; 1982)	1.046
Insgesamt	270.665	62.343	435,1	317 (4; 1982)	1.559

© IfM Bonn

* in Klammern: minimale und maximale Anzahl der Investoren
Es werden 145 erfolgreiche Finanzierungsrunden berücksichtigt.

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Durchschnittlich wurden 1.559 € in die einzelnen Kampagnen investiert. Damit übersteigt unser Durchschnittswert den Median, denn die Mehrheit der Investoren investiert Beträge von weniger als 1.000 € (Klöhn et al. 2015, S. 4). Von herausragender Bedeutung für das Crowdfunding sind die Kapitalgeber, die zwischen 1.001 und 5.000 € investieren, denn obwohl solche Beträge nur von

14 % der Investoren aufgebracht werden, tragen sie die Hälfte des gesamten Finanzierungsvolumens bei (Klöhn et al. 2015, S. 4).

Mehr als die Hälfte der Unternehmen nutzten das Crowdfunding im Gründungsjahr oder im ersten Jahr nach der Gründung (Tabelle 5). Dabei wurden 86,7 % dieser Jungunternehmen erfolgreich finanziert. Mit zunehmendem Unternehmensalter steigt das Anlegervertrauen in die Projekte. Alle sechs Finanzierungsrunden von Unternehmen, die bereits fünf Jahre oder länger existierten, wurden finanziert. Auch Folgefinanzierungsrunden erfolgten zumeist im jungen Unternehmensalter. Ein Unternehmen hat im dritten Jahr nach der Unternehmensgründung bereits drei Crowdfunding-Finanzierungsrunden abgeschlossen.

Tabelle 5: Finanzierungsrunde und Erfolg des Fundings nach Alter des Unternehmens

Alter des Unternehmens	Finanzierungsrunde			Insgesamt	Anteil erfolgreicher Finanzierungsrunden in %
	1	2	3		
0	33 (28)	0 (0)	0 (0)	33 (28)	84,8
1	50 (44)	6 (6)	0 (0)	56 (50)	89,3
2	35 (30)	6 (6)	0 (0)	41 (36)	87,8
3	14 (14)	3 (2)	1 (1)	18 (17)	94,4
4	5 (4)	2 (2)	0 (0)	7 (6)	85,7
5	4 (4)	0 (0)	0 (0)	4 (4)	100,0
6	2 (2)	0 (0)	0 (0)	2 (2)	100,0
Insgesamt	143 (126)	17 (16)	1 (1)	161 (143)	88,8

© IfM Bonn

Erfolgreiche Finanzierungsrunden in Klammern.

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Eingeworbenes Kapital und Seed Level sind bei Neugründungen am geringsten (Tabelle 6). Dies kann auf eine unterdurchschnittliche Anzahl an Investoren, die zudem auch noch unterdurchschnittliche Beträge investieren, zurückgeführt werden. Die durchschnittlichen Investitionen in ältere Unternehmen

übersteigen die Anlagebeträge, die in jüngere Unternehmen investiert werden, deutlich. So scheinen Anleger das Unternehmensalter als valides Signal für weniger risikoreiche Anlagen heranzuziehen.⁵ Zudem lässt sich die Zurückhaltung der Investoren bei Neugründungen darauf zurückführen, dass sowohl die Umsetzung der Geschäftsidee als auch die Prognosen der Gründer von den Anlegern aufgrund mangelnder Reputation dieser Unternehmen nur bedingt überprüft werden können. Investoren sind demnach mit Unsicherheiten bzw. Informationsasymmetrien konfrontiert, die in die Risikobewertung einfließen und den Anlagebetrag reduzieren.

Tabelle 6: Eingeworbenes Kapital nach Alter des Unternehmens und Finanzierungsrunde

Alter des Unternehmens	Durchschnittlich eingeworbenes Kapital in € - erfolgreich finanzierte Projekte	Seed Level	Durchschnittliche Anzahl der Investoren je Projekt	Durchschnittsinvestment in €	N
0	166.233	356,5	288	1.290	28
1	190.860	415,1	303	1.047	50
2	271.402	524,9	367	2.257	36
3	196.168	364,4	213	1.670	17
>=4	356.554	488,4	361	1.735	12
Insgesamt	220.850	431.4	310	1.531	143

© IfM Bonn

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Sektoral nutzen junge Unternehmen aus den Branchen IT und E-Commerce das Crowdfunding am häufigsten zur Finanzierung ihrer Vorhaben, gefolgt von Dienstleistungen, der Biotechnologie und Medizintechnik und Mode- oder Spielwarenunternehmen.

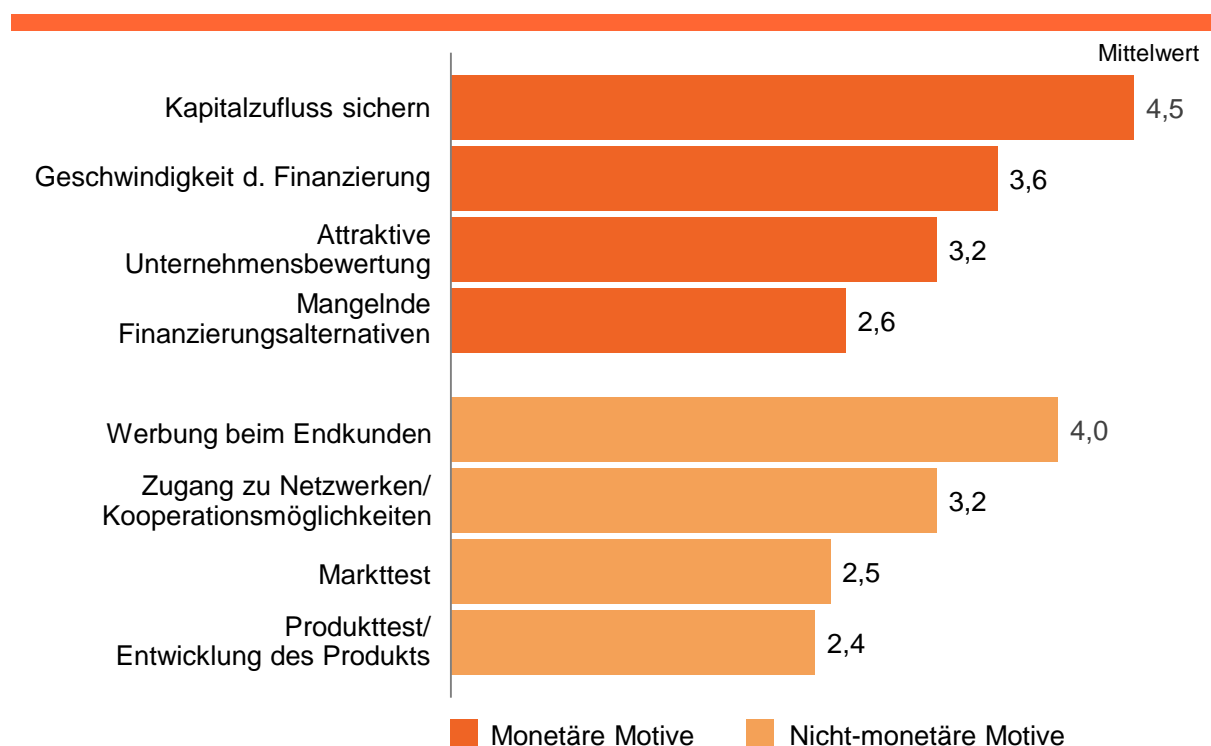
⁵ Aus der Gründungsliteratur ist bekannt, dass mit zunehmendem Alter die Austrittswahrscheinlichkeit eines Unternehmens sinkt. Daher ist anzunehmen, dass die älteren Unternehmen seltener ausscheiden und die Investoren deswegen ein geringeres Risiko des Totalverlusts ihrer Investition antizipieren.

4 Das Crowdfunding aus Unternehmens- und Investorensicht

4.1 Motive und Zufriedenheit der Unternehmer

Den Unternehmern ist bei ihrer Entscheidung, Crowdfunding zu nutzen, die Sicherung des Kapitalzuflusses – also ein monetärer Beweggrund – am wichtigsten (Abbildung 1). Das zweitwichtigste Motiv ist nicht-monetärer Art, nämlich die Werbung beim Endkunden. Eine vergleichsweise geringe Bedeutung wird der Produktentwicklung beigemessen. Mangelnde Finanzierungsalternativen spielen überraschenderweise ebenfalls eine untergeordnete Rolle. Es darf somit vermutet werden, dass den Unternehmen alternative Finanzquellen zur Verfügung stehen.

Abbildung 1: Bedeutung von Motiven bei der Wahl der Finanzierungsmethode



© IfM Bonn 15 1406 001

Skala der Bewertung von 1 (keine Bedeutung) bis 5 (höchste Bedeutung).

n = 42: alle Motive außer "Attraktive Unternehmensbewertung" (n = 40) und "Produkttest / Entwicklung des Produkts" (n = 41).

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Multivariate Berechnungen zeigen, dass mit steigendem Unternehmensalter die Bedeutung der Werbung beim Endkunden als Motiv für Crowdfunding zunimmt (Tabelle 7). Erwartungsgemäß ist das Motiv für Unternehmen, deren

Geschäftsmodelle auf Beziehungen mit Kunden (B2C) beruhen, wichtiger als für Unternehmen, deren Tätigkeit nicht auf direktem Kundenkontakt basiert. Dagegen zeigt sich: Je älter ein Unternehmen ist, desto unbedeutender wird die Sicherung des Kapitalzuflusses bei der Entscheidung für Crowdfunding. Etablierten Unternehmen dürften eher alternative Finanzierungsquellen zur Verfügung stehen. Für ältere Unternehmen spielt dagegen die Suche nach Kooperationsmöglichkeiten eine größere Rolle als in jungen Unternehmen.

Tabelle 7: Bedeutung von Motiven bei der Wahl der Finanzierungsmethode und Einflussfaktoren

	Monetäre Motive				Nicht-monetäre Motive			
	Kapitalzufluss sichern	Geschwindigkeit der Finanzierung	Mangelnde Finanzierungsalternativen	Attraktive Unternehmensbewertung	Werbung beim Endkunden	Zugang zu Netzwerken / Kooperationsmöglichkeiten	Produkttest / Entwicklung des Produkts	Markttest
Dummy Variable: Unternehmen pflegt direkte Beziehung zu Unternehmen (B2B)	+	+	+	+	+	-	+	-
Dummy Variable: Unternehmen pflegt direkte Beziehung zu Kunden (B2C)	-	+	- ^{***}	-	+ ^{**}	+	-	+
Unternehmensalter zum Zeitpunkt des Crowdinvestings	- ^{**}	-	-	+	+ [*]	+ ^{**}	- ^{***}	- ^{**}
Pseudo R ²	0,099	0,057	0,154	0,052	0,094	0,031	0,072	0,063
N	32	32	32	31	32	32	31	32

© IfM Bonn

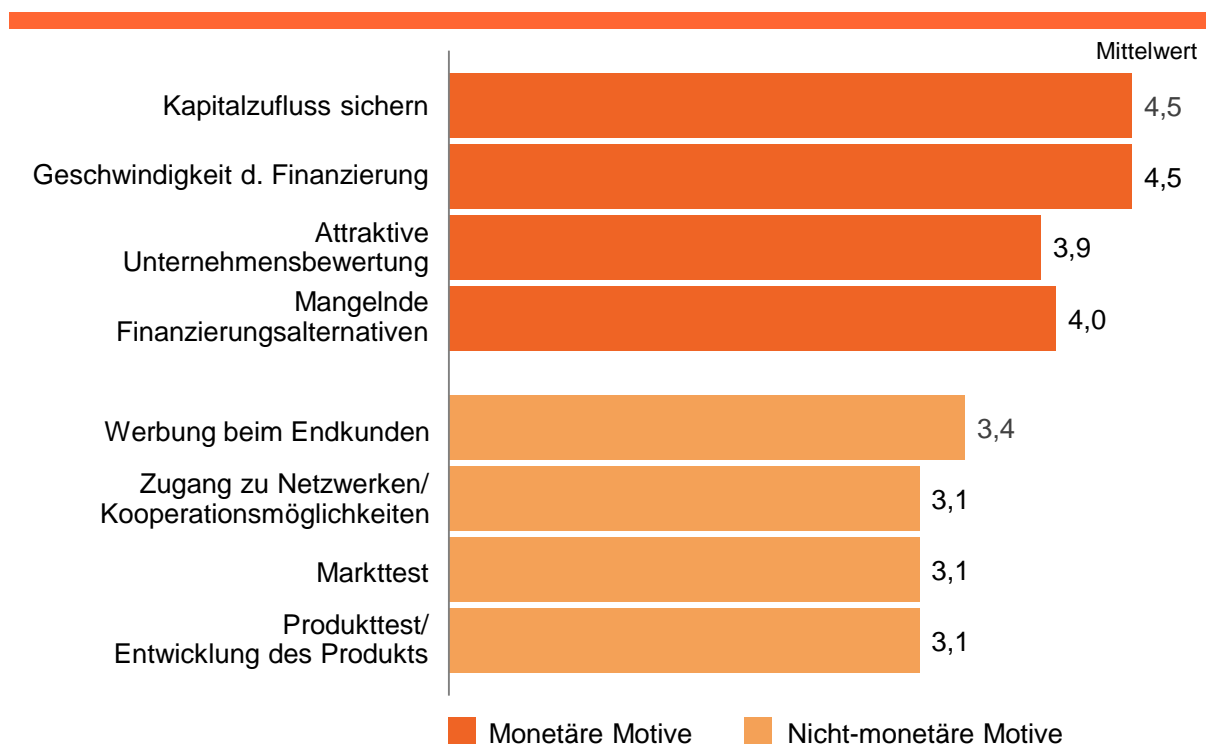
Signifikanzniveaus: * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01.

Weitere Details sind Tabelle A1 im Anhang zu entnehmen.

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Als nächstes interessierte uns, inwieweit die Unternehmer die für sie jeweils relevanten Ziele mit dem Crowdfunding erreichen konnten. Hier muss allerdings einschränkend darauf verwiesen werden, dass nur wenige der Befragten die Zielerreichung bewerten konnten (vgl. Tabelle A2 im Anhang). Die Unternehmen gaben an, dass die anfänglichen Zielsetzungen insgesamt eher erreicht wurden (Abbildung 2). Vor allem mit den monetären Erträgen sind die Unternehmer zufrieden; zudem bewerten sie die Sicherung des Kapitalzuflusses und die Geschwindigkeit der Finanzierung positiv.

Abbildung 2: Erreichung der Motive



© IfM Bonn 15 1406 002

Skala der Bewertung von 1 (überhaupt nicht) bis 5 (voll und ganz).

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Die Zufriedenheit mit den verschiedenen Zielen steigt dabei mit der Anzahl der Investoren. Auch wenn nur wenige Beobachtungen zur Verfügung stehen, weisen die Koeffizienten einer ordered probit Regression vor allem bei den nicht-monetären Zielen "Werbung beim Endkunden" und "Zugang zu Netzwerken" signifikant positive Korrelationen auf.

Ein Großteil der Unternehmer zeigt sich zufrieden mit der Höhe des erzielten Kapitalzuflusses; mehr als jeder dritte ist sogar sehr zufrieden (Tabelle 8). Damit in Einklang steht, dass sich mehr als 85 % bzw. 32 der erfolgreich gefundeten Unternehmer rückblickend wieder für das Crowdfunding entschei-

den würden. Lediglich fünf der Teilnehmer würden diese Finanzierungsform nicht wieder in Anspruch nehmen.

Tabelle 8: Zufriedenheit mit der Höhe des beim Crowdfunding erzielten Kapitals

Grad der Zufriedenheit	Alle			Erfolgreich finanzierte Projekte		
	N	Anteil in %	Kumulierter Anteil in %	N	Anteil in %	Kumulierter Anteil in %
0 (überhaupt nicht zufrieden)	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
1	2	4,8	4,8	0	0,0	0,0
2	0	0,0	4,8	0	0,0	0,0
3	4	9,5	14,3	4	10,0	10,0
4	2	4,8	19,0	2	5,0	15,0
5	2	4,8	23,8	2	5,0	20,0
6	1	2,4	26,2	1	2,5	22,5
7	6	14,3	40,5	6	15,0	37,5
8	7	16,7	57,1	7	17,5	55,0
9	3	7,1	64,3	3	7,5	62,5
10 (sehr zufrieden)	15	35,7	100,0	15	37,5	100,0
Beobachtungen	42			40		
Mittelwert	7,5			7,8		

© IfM Bonn

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Eine Erklärung für die hohe Zufriedenheit der befragten Unternehmer ist die Tatsache, dass die Crowd zumeist deutlich mehr als den Mindestbetrag zur Realisierung des Vorhabens zur Verfügung stellt (Kapitel 4). Das bestätigen unsere Schätzungen, die einen eindeutig positiven Zusammenhang zwischen der Zufriedenheit des Unternehmers und der Höhe des bereitgestellten Kapitals zeigen (vgl. Tabelle A3 im Anhang).

4.2 Finanzierungshintergrund und Kapitalverwendung

Im Folgenden wird die Kapitalstruktur vor und nach dem Crowdfunding sowie Finanzierungsalternativen zum Zeitpunkt des Fundings analysiert. Eigene Mittel sind die mit Abstand am häufigsten genannte Finanzierungsquelle vor der ersten Finanzierungsrunde (Tabelle 9). Die Unternehmer beteiligten sich mit durchschnittlich 65.559 € (Eigenkapital plus private Bürgschaften). 34 Teilnehmer machten Angaben dazu, wie viel Kapital das gesamte Gründerteam bis zur ersten Finanzierungsrunde investiert hat: 17 Teams brachten dabei mindestens 55.000 € an eigenen Mitteln ein, 17 Teams weniger als diesen Betrag. Das maximale eigene Commitment betrug 280.000 €. Ein Projekt wurde sogar erfolgreich crowdfinanziert, obwohl die Gründer keine eigenen Mittel investiert hatten. Venture Capital-Investitionen waren dagegen im Vorfeld vergleichsweise selten zugänglich.

Tabelle 9: Finanzierungsstruktur der Unternehmen vor und nach dem Crowdfunding

	Zum Zeitpunkt des Fundings		Veränderung der Investorenstruktur*	
	Fallzahlen	Anteil in %	gesunken	gestiegen
Eigene Mittel	35	87,5	3	3
Familie, Freunde, Bekannte	8	20,0	1	1
Business Angel	13	32,5	0	15
Venture Capital-Gesellschaft	3	7,5	0	5
Förderdarlehen	7	17,5	1	1
Klassisches Bankdarlehen	4	10,0	1	1
Sonstige öffentliche Fördermittel	3	7,5	0	0

© IfM Bonn

Es werden 40 erfolgreiche Finanzierungsrunden berücksichtigt.

* Für die Veränderung der Investorenstruktur werden folgende Zeitpunkte betrachtet:
Ausgangszeitpunkt: Zum Zeitpunkt des Fundings, Referenzwert: Zum Zeitpunkt des Interviews.

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Eine Überprüfung des Finanzierungsverlaufes gemäß der Pecking Order Theorie setzt die Kenntnis der alternativen Optionen zum Zeitpunkt des Fundings voraus. Da es sich bei den hier untersuchten Investments zumeist um partiari-sche Nachrangdarlehen handelt, ist ein Mitspracherecht der Investoren nicht

vorgesehen. Aus diesem Grund sollten alle hier betrachteten Unternehmen das Crowdfunding denjenigen Finanzierungsalternativen vorziehen, die einen höheren Aufwand oder mehr Mitspracherechte nach sich ziehen. Die meisten Unternehmen geben an, dass ihnen vor Beginn des Crowdfunding alternative Finanzierungsquellen zur Verfügung standen (Tabelle 10). Am häufigsten wurden Business Angels als Finanzierungsalternative genannt. Auf öffentliche Fördermittel oder klassische Bankdarlehen kann nur selten zurückgegriffen werden.⁶ Die Finanzierung mithilfe von weiteren Eigenmitteln stellt sogar nur für insgesamt acht Unternehmen eine Alternative dar.

Trotz Alternativen haben sich also 83,3 % der Unternehmen bewusst für das Crowdfunding entschieden.

Tabelle 10: Finanzierungsalternativen zum Zeitpunkt des Crowdfunding

	N	Anteil in %
<i>Standen vor Beginn des Crowfundings Finanzierungsalternativen zur Verfügung?</i>		
Nein	7	16,7
Ja	35	83,3
<i>Welche weiteren Finanzierungsquellen hätten Ihnen als Alternative zum Crowdfunding zur Verfügung gestanden? (Mehrfachnennungen möglich)</i>		
Eigene Mittel (auch die der Mitgründer sowie Innenfinanzierung)	8	19,0
Familie, Freunde, Bekannte	7	16,7
Business Angel	19	45,2
Venture Capital-Gesellschaft	6	14,3
Förderdarlehen (KfW, NRW Bank)	7	16,7
Klassisches Bankdarlehen	3	7,1
Sonstige öffentliche Fördermittel	2	4,8
Sonstiges	7	16,7
Keine Angabe	2	4,8

© IfM Bonn

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

⁶ Aufgrund der geringen Fallzahlen lassen sich keine validen Aussagen treffen, ob insbesondere junge Unternehmen weniger auf klassische Finanzierungsformen (Bankdarlehen oder Förderdarlehen) zurückgreifen können. Drei der sieben Unternehmen, die auf Förderdarlehen zugreifen können, sind Gründungen. Eines der drei Unternehmen mit der Option auf klassische Bankdarlehen wurde neu gegründet.

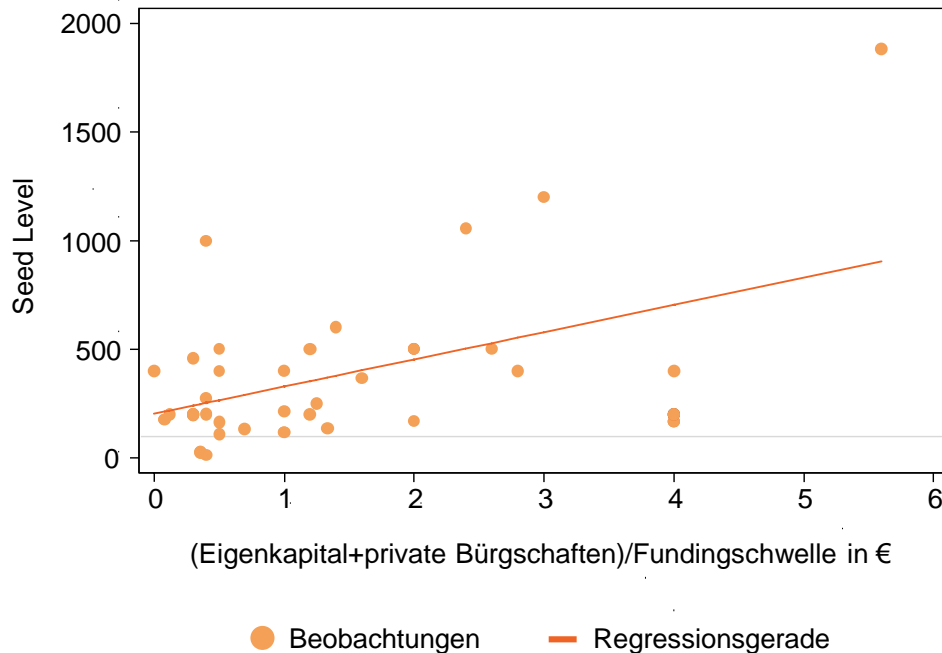
Uns interessiert nun insbesondere die Frage nach der Anschlussfinanzierung. Hier zeigt sich: die Investorenstruktur hat sich kaum verändert, wobei allerdings der kurze Zeitraum zwischen dem Crowdfunding und unserer Befragung berücksichtigt werden muss (Tabelle 9). Ausnahmen stellen die Business Angel dar, die bei der Anschlussfinanzierung von mehr als der Hälfte der Unternehmen in Anspruch genommen werden können, darunter auch neun Unternehmen, die bislang noch keine Unterstützung durch Business Angel erhalten haben. Nimmt man die Venture Capital-Investitionen hinzu, so wurden mehr als die Hälfte der Unternehmen zum Betrachtungszeitpunkt durch diese institutionellen und privaten Risikokapitalgeber mitfinanziert. Dies und die Tatsache, dass fast die Hälfte der Unternehmen im Nachgang zum Crowdfunding eine Anschlussfinanzierung durch einen Risikokapitalgeber erhielt, macht deutlich, dass das Crowdfunding gut mit anderen Arten der Frühphasenfinanzierung harmoniert.

Zur Risikoabwägung dürften Investoren insbesondere daran interessiert sein, wie hoch der eigene Beitrag des Gründers im Vergleich zu den Kosten für die Umsetzung des Vorhabens ist. In etwas mehr als der Hälfte der Fälle übersteigt das eigene eingebrachte Kapital (plus private Bürgschaften) die Fundingschwelle (Abbildung 3).⁷ Lediglich zwei der betrachteten Projekte werden nicht erfolgreich finanziert: hier unterschreitet das eingesammelte Kapital die Fundingschwelle, allerdings ist in beiden Fällen auch die Eigenbeteiligung der Unternehmer gering.⁸ Je höher das vom Unternehmer eingebrachte Eigenkapital nebst privaten Bürgschaften, desto höher auch der Seed Level (vgl. Regressionsgerade in Abbildung 3). Investoren sind dabei bereit, den relativ hohen Einsatz eigener Mittel des Unternehmers – als Signal für dessen hohe Einsatzbereitschaft – überproportional zu honorieren.

⁷ Bei 20 von insgesamt 36 Projekten entspricht das Eigenkapital und der Wert der privaten Bürgschaften mindestens dem Wert der Fundingschwelle. Das entspricht einem Wert von mindestens 1 auf der Abszisse (Abbildung 3).

⁸ In diesen Fällen unterschreitet der Wert des Seed Levels 100 (siehe auch die graue Hilfslinie in Abbildung 3).

Abbildung 3: Seed Level und eigenes Commitment der Unternehmer



© IfM Bonn 15 1406 010 ■

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Das von der Crowd bereitgestellte Kapital wird häufig in Aktivitäten, die auf eine frühe Unternehmensphase hinweisen, investiert (Tabelle 11): Neben Forschung und Entwicklung sind das die Markteinführung und die Marktdurchdringung. Vor allem die jüngsten Unternehmen investieren in Forschung und Entwicklung, während etwas ältere Unternehmen mit dem Kapitalzufluss die Markteinführung finanzieren. Unternehmen, die im Schnitt bereits 2 Jahre bestehen, nutzen das Kapital zur Marktdurchdringung. Insgesamt betrachtet scheint das Crowdfunding vor allem für Unternehmen eine Option zu sein, die vor einem zeitnahen Markteintritt stehen oder den Markt durchdringen wollen.

Tabelle 11: Verwendung des eingesammelten Kapitals (Mehrfachnennungen möglich)

Verwendungszweck	ja	Nein	Anteil "ja" in %	Unternehmensalter zum Zeitpunkt des Fundings, falls mit "ja" geantwortet
<i>Forschung und Entwicklung</i>				
Prototypenentwicklung	5	37	11,9	1,0
Entwicklung Serienreife / Endprodukt	17	25	40,5	1,4
<i>Markteinführung</i>				
Markteintritt / Vorfinanzierung erster Serie	14	28	33,3	1,4
Aufbau erster Marketing und Vertriebsaktivitäten	14	28	33,3	1,6
<i>Marktdurchdringung</i>				
Erschließung eines schon bestehenden Marktes	5	37	11,9	2,6
Ausbau bestehender Marketing und Vertriebsaktivitäten	13	29	31,0	1,9
<i>Expansion</i>				
Erschließung neuer Märkte	3	39	7,1	2,0
Internationalisierung	0	42	0,0	---
<i>Finanzstruktur</i>				
Ablösung von Bankkrediten / Tilgung	0	42	0	---
Aufbau eines Liquiditätspuffers	2	40	4,8	1,5

© IfM Bonn

Durchschnittliches Unternehmensalter in Jahren: 1,6.

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

4.3 Erfolgskennzahlen crowdfinanzierter Unternehmen

In diesem Kapitel interessiert uns nun, wie es um die Bestandsfestigkeit der Unternehmen bestellt ist. Dazu betrachten wir im Folgenden die Unternehmenssterblichkeit. Bis Mai 2015 waren 17,1 % aller erfolgreich crowdfinanzierten Unternehmen (unter Berücksichtigung der kurzen Zeitspanne, die seit der Schwarmfinanzierung vergangen ist) aus dem Markt ausgeschieden. Crowdfinanzierte Unternehmen sind damit im Vergleich zur Gesamtheit der Gründungen in Deutschland, von denen mehr als jede fünfte nach einem Jahr nicht mehr existiert, bestandsfester (vgl. Rink et al. 2013, Schneck/May-Strobl 2013). Dennoch scheiden die erfolgreich gefundeten Unternehmen deutlich häufiger aus dem Marktgeschehen aus als (junge) Unternehmen, die von Venture Capital-Gesellschaften begleitet werden (vgl. Puri/Zarutskie 2012, S. 2270), von denen lediglich 4,4 % im ersten Jahr nach der Gründung ausgeschieden sind.⁹

Da es sich beim Crowdfunding um Risikokapital handelt, können Investoren ihr angelegtes Kapital auch vollumfänglich verlieren, insbesondere dann, wenn Unternehmen aus dem Markt ausscheiden.¹⁰

Im Jahr 2011 gestartete Kampagnen haben insgesamt 653 Investoren attrahiert (Abbildung 4). Davon haben 190 Personen (29,1 %) in Unternehmen investiert, die bis Mai 2015 ausgeschieden waren. In den Folgejahren sank die Quote der Anleger, denen finanzielle Einbußen entstanden sind; jedoch muss aufgrund der teilweise recht kurzen Zeitperiode seit der Finanzierung die mittel- bis langfristige Entwicklung beobachtet werden. Insbesondere diejenigen Anleger, die in junge Unternehmen investierten, haben vergleichsweise häufig Verluste erlitten (vgl. Abbildungen 4 und 5). Mehr als die Hälfte der Investoren hat hier in bereits ausgeschiedene Unternehmen investiert (Abbildung 5). Auch in den Jahren 2013 und 2014 erleiden überproportional viele der Investoren, die ihr Kapital jungen Unternehmen anvertraut haben, finanzielle Einbußen. Solche Quoten sind durchaus gängig, denn normalerweise verlieren 30-40 %

⁹ Venture Capital-Gesellschaften investieren deutlich höhere Einzelbeträge, was sich aufgrund theoretischer Überlegungen auch auf die Form und die Dauer der Beziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer auswirkt (vgl. Kapitel 2.2).

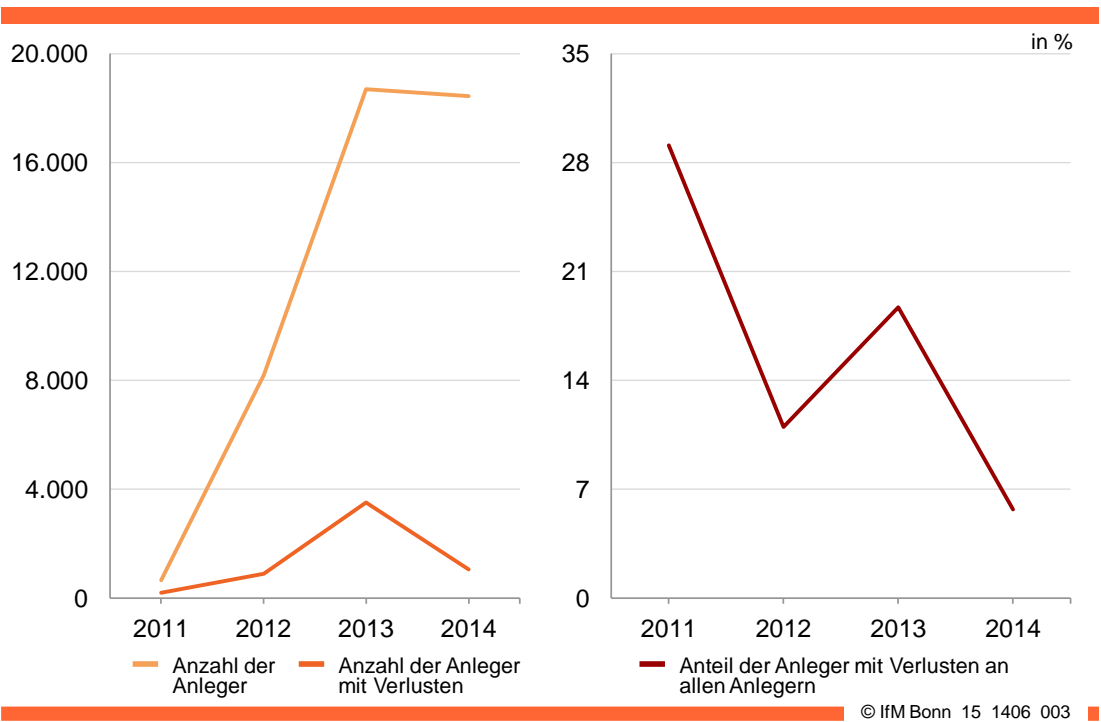
¹⁰ Bei den im Folgenden vorgestellten Zahlen handelt es sich um Obergrenzen, weil nicht ausgeschlossen werden kann, dass das Kapital einzelner Investoren bereits zurück bezahlt wurde. Ebenso bezeichnen die Fehlbeträge der Investoren Obergrenzen, weil hier angenommen wird, dass die Investoren durch ein ausscheidendes Unternehmen einen Totalverlust erleiden.

der Investoren von Neugründungen den Großteil ihrer Anlage (vgl. Nobel 2011, S. 1). Unsere Ergebnisse belegen somit: Investitionen in junge Unternehmen sind, zumindest bei einer kurzfristigen Betrachtung, tendenziell riskanter als Investitionen in etabliertere Unternehmen.

Der Anteil des verlorenen Kapitals ist bei den jungen Unternehmen in allen Jahren deutlich höher als bei etablierten Unternehmen (Abbildungen 6 und 7). Dabei investierten die 190 Investoren der Finanzierungsrunden aus dem Jahr 2011, denen Einbußen entstanden sind, durchschnittlich 895 € (insgesamt 170.000 €) in bereits aufgegebenen Projekten (Abbildung 6). Dieser Anlagebetrag liegt unter dem Durchschnittsinvestment aller 653 Anleger, das bei 1.147 € lag. Augenscheinlich konnten die Investoren die Projektrisiken durchaus einschätzen, denn durch die Anlage geringerer Einzelinvestments haben sie ihre Gewinnchancen bewahrt und zugleich den möglichen finanziellen Verlust reduziert.

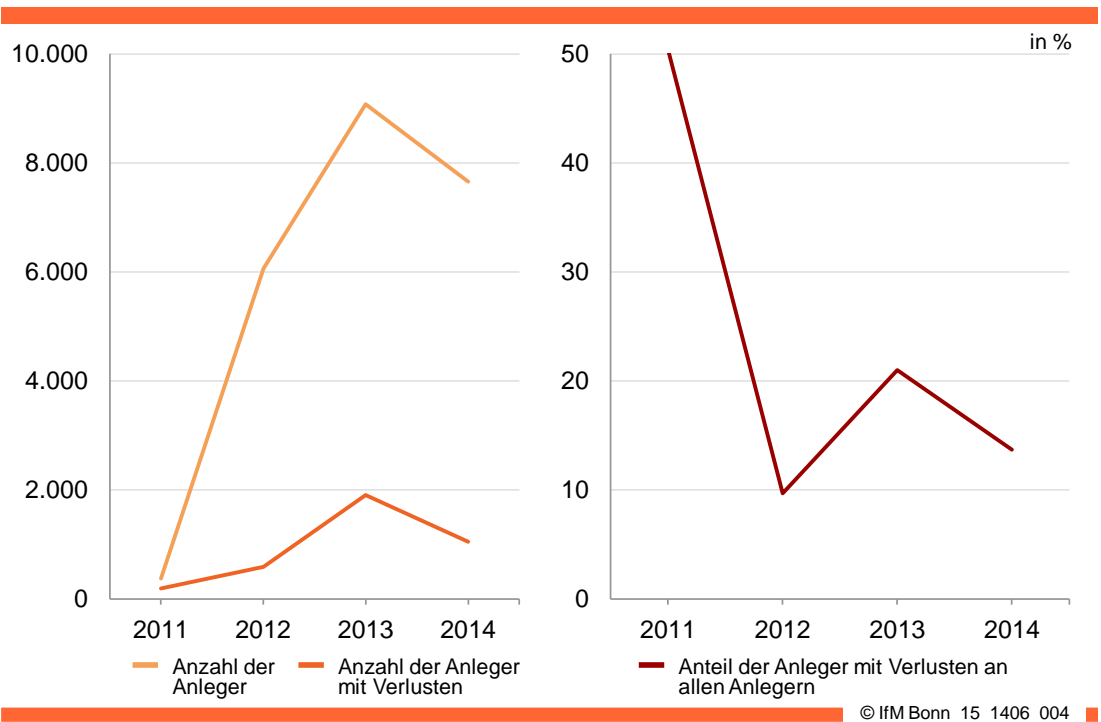
Bislang betragen die Verluste aus den Finanzierungsrunden des Jahres 2011 mehr als 20 % des gesamten Investitionsvolumens. Für crowdfinanzierte Projekte aus den Folgejahren fallen die finanziellen Einbußen im Verhältnis zum Finanzierungsvolumen geringer aus. In 2014 wurden 4,5 % des gesamten Finanzvolumens in Höhe von 21,5 Mio. € in bereits gescheiterte Projekte investiert. Dieser vergleichsweise geringe Anteil darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die gesamten finanziellen Einbußen, aufgrund des gestiegenen Marktvolumens, fünfmal höher sind als noch im Jahr 2011. Aufgrund des gestiegenen Finanzierungsvolumens ist auch der durchschnittliche Verlust der Anleger mit 915 € höher als derjenige aus dem Jahr 2011.

Abbildung 4: Anzahl der Investoren mit und ohne Verluste - alle erfolgreich finanzierten Vorhaben



Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

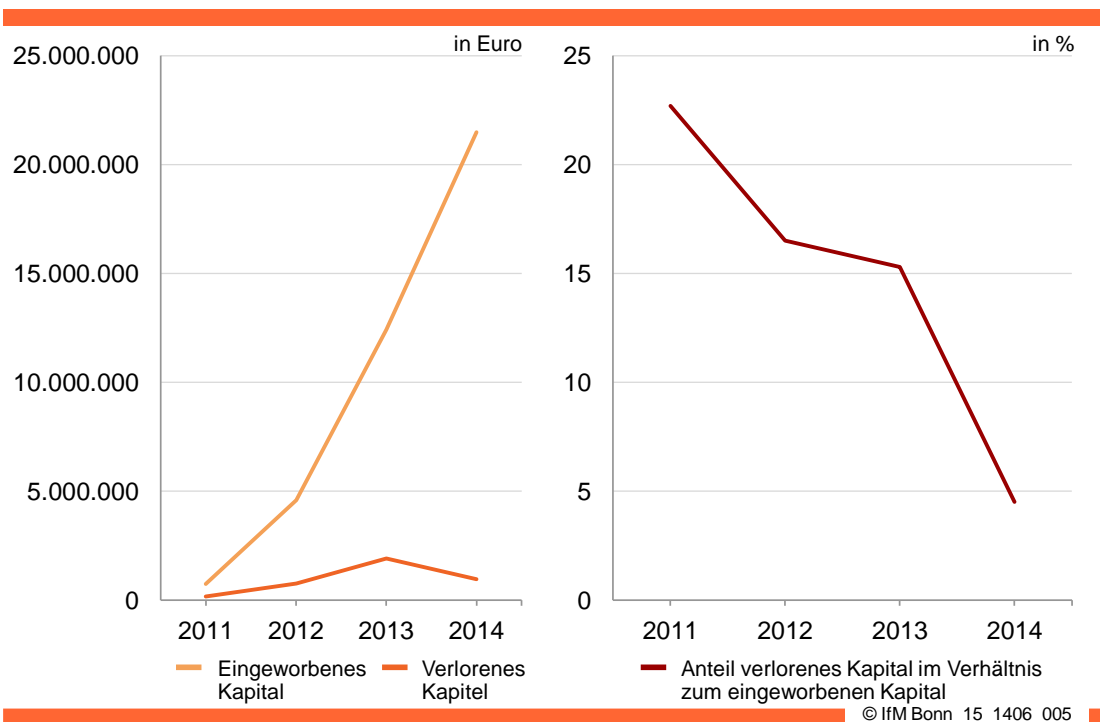
Abbildung 5: Anzahl der Investoren mit und ohne Verluste - erfolgreich finanzierte Vorhaben junger Unternehmen



Junge Unternehmen: Unternehmen mit Finanzierungsrunden im Gründungsjahr oder im ersten Jahr nach der Gründung.

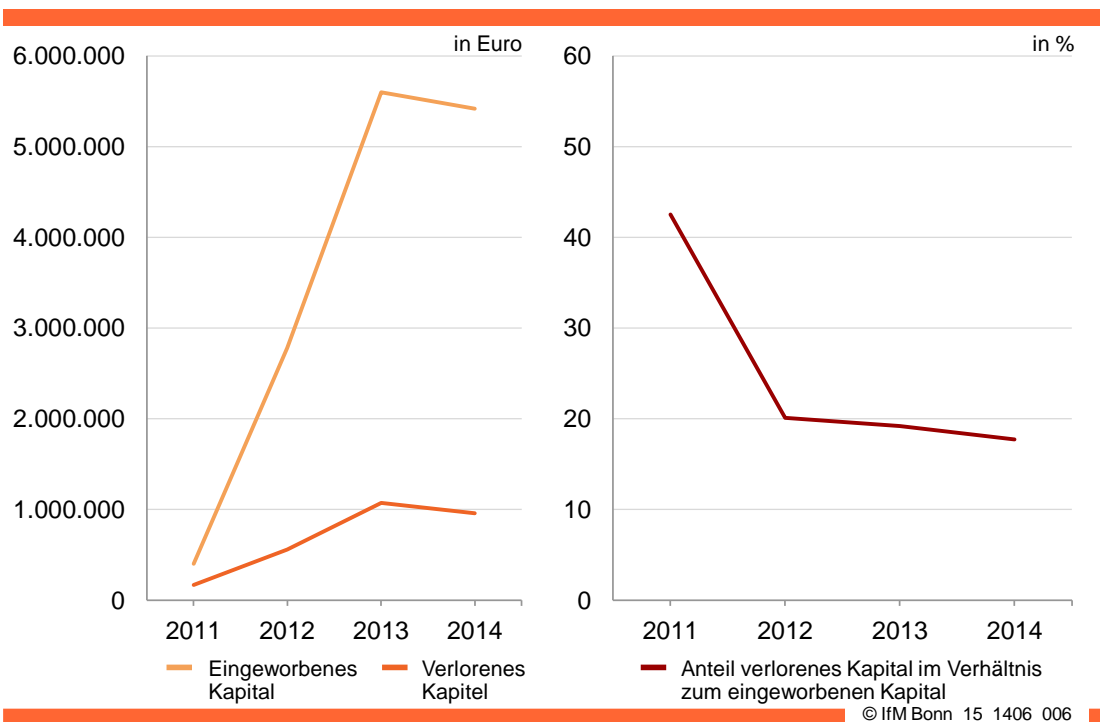
Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Abbildung 6: Eingeworbenes Kapital und Verluste - alle erfolgreich finanzierten Vorhaben



Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Abbildung 7: Eingeworbenes Kapital und Verluste - erfolgreich finanzierte Vorhaben junger Unternehmen

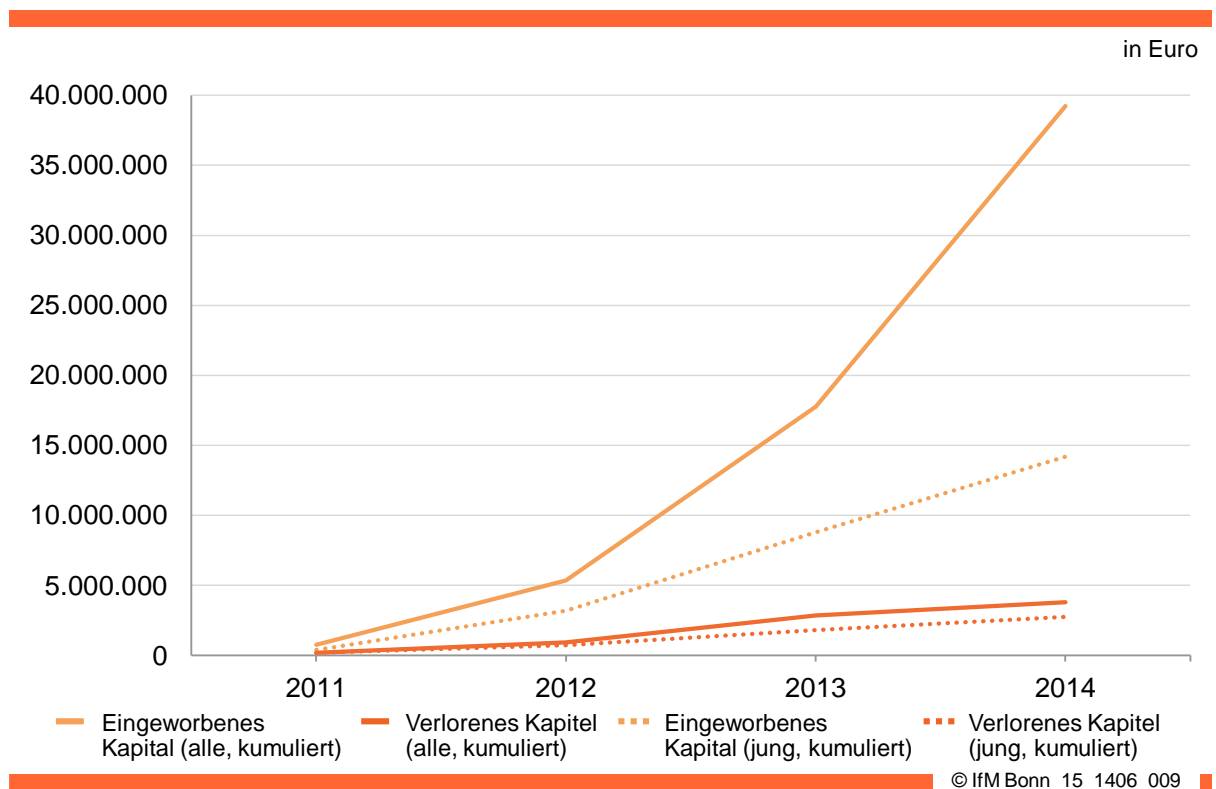


Junge Unternehmen: Unternehmen mit Finanzierungsrunden im Gründungsjahr oder im ersten Jahr nach der Gründung.

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Insgesamt wurden rund 3,8 Mio. € in ausgeschiedene Unternehmen investiert (Abbildung 8). Bei einem gesamten Finanzierungsvolumen von 39,2 Mio. € beträgt der Anteil der verlorenen finanziellen Mittel 9,7 %. Ein Anleger, der insgesamt einen Euro in alle hier berücksichtigten Projekte investiert hätte, würde somit aktuell rund 10 Cent Verlust erlitten haben. In junge Unternehmen wurden insgesamt rund 14,2 Mio. € investiert. Dabei fielen bislang Verluste von 2,8 Mio. € an. Die Verlustquote ist bei Investments in junge Unternehmen höher als in der Gesamtbetrachtung: Rund 20 Cent eines investierten Euros wurden in bereits ausgeschiedene junge Unternehmen angelegt.

Abbildung 8: Eingeworbenes Kapital und Verluste - kumuliert nach Startjahr und Alter des Unternehmens zum Zeitpunkt des Fundings



Junge Unternehmen: Unternehmen mit Finanzierungsrunden im Gründungsjahr oder im ersten Jahr nach der Gründung.

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Abschließend interessiert uns nun, inwieweit die erfolgreich finanzierten Unternehmen auch finanziell Erfolge vorzuweisen haben. Dazu vergleichen wir deren Umsatzprognosen mit dem tatsächlich erzielten Umsatz und untersuchen, inwieweit im Vorfeld prognostizierte Gewinne (oder Verluste) tatsächlich erwirtschaftet wurden. Gerade im Crowdfunding könnte einer (zu) optimistischen Prognose eine besondere Rolle zukommen, weil diese die Attraktivität des Vorhabens für Anleger steigern und so die Anzahl der Investoren oder die Anlagesummen beeinflussen kann. In unserer Befragung liegt der Umsatz in den meisten Fällen (86,5 %) unterhalb der beim Fundingstart gestellten mittleren Prognose. Laut Nobel (2011, S. 1) unterschreiten 90-95 % der jungen Unternehmen ihre Prognosen. Ein direktes Maß für den unternehmerischen Erfolg ist der Gewinn bzw. Fehlbetrag. Profitable Unternehmen sind deutlich seltener als Unternehmen mit Jahresfehlbeträgen; Fehlbeträge zeigen sich – nicht überraschend – vor allem bei jungen Unternehmen (Tabelle 12).

Tabelle 12: Gewinn oder Fehlbetrag ober- oder unterhalb der mittleren Prognose zum Zeitpunkt des Fundings

	Alle			Erfolgreich finanzierte Projekte		
	Fallzahlen	Anteil in %	Durchschnittsalter in Jahren	Fallzahlen	Anteil in %	Durchschnittsalter in Jahren
Gewinn	5	12,8	2,4	4	10,8	2,5
<i>unterhalb</i>	3	60,0	2,0	2	50,0	2,0
<i>oberhalb</i>	2	40,0	3,0	2	50,0	3,0
Fehlbetrag	34	87,2	1,5	33	89,2	1,4
<i>unterhalb</i>	13	38,2	1,5	12	36,4	1,3
<i>oberhalb</i>	19	55,9	1,6	19	57,6	1,6
Insgesamt	39	100,0	1,6	37	100,0	1,5

© IfM Bonn

2 Unternehmen machen keine Angaben dazu, ob der Fehlbetrag ober- oder unterhalb der mittleren Prognose liegt. Daher summiert sich der Anteil nicht zu 100 %.

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Da viele Unternehmen vor allem zu Beginn bewusst mit Fehlbeträgen kalkulieren, ist von besonderem Interesse, ob der Fehlbetrag die Erwartungen übertrifft. Wenn der Fehlbetrag den möglicherweise bewusst einkalkulierten Fehlbetrag übersteigt, dann ist dies als Misserfolg zu werten. Fällt hingegen der Fehlbetrag geringer als in der eigenen Prognose aus, ist das Unternehmen erfolgreicher als erwartet.

Jeweils zwei erfolgreich crowdfinanzierte Unternehmen erzielen Gewinne ober- bzw. unterhalb der mittleren Prognose (Tabelle 12). Die beiden Unternehmen mit unerwartet hohen Gewinnen sind demnach besonders erfolgreich. Beide Unternehmen waren allerdings auch bereits drei Jahre am Markt, als die Finanzierungsrunde gestartet wurde. Besonders schlecht schneiden diejenigen Unternehmen ab, deren Fehlbetrag die Prognose noch übertroffen hat. Dies betrifft mehr als die Hälfte aller Projekte. Diese Unternehmen waren zum Zeitpunkt des Crowdinvestings mit durchschnittlich 1,6 Jahren allerdings auch noch recht jung. Crowdfinanzierte Unternehmen sind länger am Markt aktiv als der Bundesdurchschnitt der Neugründungen – jedoch verfehlen sie zumeist ihre zum Fundingstart gestellten Prognosen.

5 Entwicklung und Auswirkungen der rechtlichen Rahmenbedingungen

5.1 Akteure und ihre rechtlichen Beziehungen

Auf dem Finanzmarkt des Crowdinvestings lassen sich drei Akteure identifizieren: Kapitalsuchende Unternehmen, Kapitalgeber und Plattformen. Bei den kapitalsuchenden Unternehmen handelte es sich in der Vergangenheit vornehmlich um junge Start-ups (oft nur wenige Monate alt), welche Crowdfunding in einer ersten Finanzierungsrunde vor allem für die Deckung ihrer laufenden Kosten, die Entwicklung von Produkten und erste Marketingmaßnahmen nutzten (vgl. Klöhn/Hornuf 2012). Mittlerweile wird Crowdfunding aber auch als zweite oder dritte Finanzierungsrunde genutzt, um die Produktweiterentwicklung oder die Marktdurchdringung zu finanzieren (vgl. Kapitel 4.2). Zumeist als GmbH organisiert, treten die Unternehmen in Kontakt mit einer Vielzahl von Kleininvestoren.¹¹

Online-Plattformen agieren als Mittler zwischen den Kleininvestoren und den kapitalsuchenden Unternehmen. Bevor ein Unternehmen öffentlich auf der Plattform erscheint und somit Kapital von einer breiten Masse an Investoren einwerben kann, treffen die Betreiber der Internetportale eine Vorauswahl über die Projekte. Dabei unterscheiden sich die Kriterien und Prüfverfahren für die Unternehmen je nach Plattform. Die Plattformen zeichnen sich verantwortlich für die Informationsbereitstellung und ermöglichen Anlegern eine Kommunikationsbasis. Das Geschäftsmodell der Onlineportale basiert auf einem Provisionsmodell, wobei ein Anteil des eingeworbenen Kapitals einbehalten wird.

Die Anleger, welche die Crowd ausmachen, sind aus datenschutzrechtlichen Gründen schwer zu identifizieren. Es ist derzeit jedoch davon auszugehen, dass es sich tatsächlich um eine Vielzahl von Kleinanlegern handelt. Unklar ist ob bzw. wenn ja, in welchem Ausmaß sich institutionelle Risikoinvestoren am Crowdfundingmarkt einbringen (vgl. Hornuf/Klöhn 2013). Bisher konnten vor allem männliche Privatanleger identifiziert werden, die beruflich in einer finanzierungs- und innovationsnahen Branche agieren und bereits Erfahrungen am Kapitalmarkt gesammelt haben (vgl. Hornuf/Klöhn 2013). Nicht ausreichend geklärt ist, ob die derzeitigen Kleininvestoren genügend Hintergrundwissen haben, um die Chancen und Risiken ihrer Investments richtig einzuschätzen.

¹¹ In unserer Datenbank sind 9 von 10 Unternehmen, bei denen die Rechtsform klar erfasst werden konnte, als GmbH geführt.

Aus diesem Grund wird der Anlegerschutz ausgiebig diskutiert und in den derzeitigen rechtlichen Reformprozessen berücksichtigt.

5.2 Rechtslage bis Juli 2015

Bis zur Novellierung des Kleinanlegerschutzgesetzes im Juli 2015 waren Crowdfunding und Crowdfunding in Deutschland nicht spezifisch geregelt (vgl. Nietsch/Eberle 2014). Vielmehr bildeten die allgemeinen Vorschriften zum Bank-, Kapitalmarkt- und Gewerberecht den Rechtsrahmen (vgl. Klöhn/Hornuf 2012). Die rechtlichen Konstrukte, auf deren Basis Crowdfunding genutzt werden konnte, haben sich über die Zeit verändert. So durfte bis Juli 2015 die Höchstanzahlsumme von 100.000 € nicht überschritten werden, wenn Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG a.F. genutzt wurden (Ausnahmenvorschrift des § 2 Nr. 3 lit. b VermAnlG). Eine Überschreitung führte zu zahlreichen bürokratischen Auflagen wie etwa einer Prospektpflicht. Die Erstellung eines Prospekts ist sehr kostspielig und wurde in Bezug auf die Gesamtkosten der Finanzierungsform als großes Hindernis erachtet. Die Plattformen vermittelten innerhalb dieses Rechtsrahmens zunächst stille Beteiligungen und Genussrechte. Die stille Beteiligung ist in den §§ 230 ff. BGB geregelt. Der stille Investor leistet eine Einlage in das Unternehmensvermögen und wird als Gegenleistung am Gewinn beteiligt. Genussrechte hat der Gesetzgeber nicht definiert. Ihre Grundlage liegt im Schuldrecht (§ 793 BGB). Ein Genussrechtsvertrag eröffnet die Möglichkeit, dass ein Kapitalgeber einem Kapitalnehmer Kapital überlässt und dafür am Gewinn und Verlust beteiligt ist. Auch in diesem Fall handelt es sich um einen "stillen Kapitalgeber", weil das Stimmrecht ausgeschlossen ist.

Ab Ende 2012 veränderten einige Plattformen ihre Strategie und fingen an, partiarische, qualifiziert nachrangig ausgestaltete Darlehen zu vermitteln, welche nach der früheren Rechtslage prospektfreie Emissionen in beliebiger Höhe ermöglichten, da Nachrangdarlehen keine Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG a.F. waren (vgl. Klöhn/Hornuf 2015). Bei partiarischen Darlehen handelt es sich um eine Sonderform des Darlehens im Sinne des § 488 BGB. Ein gewinnabhängiger Anteil wird als Gegenleistung für die Überlassung von finanziellen Mitteln vereinbart. Es findet sich in den entsprechenden Vertragswerken ein sogenannter Bonuszins, der jährlich und/oder bei einem Verkauf des Unternehmens in Abhängigkeit des Unternehmenserfolgs entsteht (Nietsch/Eberle 2014). Die Nutzung des rechtlichen Konstrukts des partiarischen Nachrangdarlehens ermöglichte in der Vergangenheit siebenstellige

Finanzierungen ohne Prospektpflicht.¹² Ein solches Finanzvolumen steht im möglichen Konflikt mit dem Investoren- bzw. Kleinanlegerschutz und ist ein Beispiel für den Bedarf an konkreten Regelungen für zukünftige Crowdfundingaktivitäten.

5.3 Veränderung der juristischen Rahmenbedingungen

Die zunehmende dynamische Entwicklung des Crowdfunding und das entstandene Spannungsfeld zwischen Investorenschutz und Förderung der kapitalsuchenden Startups führen zu einem erhöhten Klärungsbedarf. Die Novellierung des Kleinanlegerschutzgesetzes soll diesem entsprechen.

Zwischen Oktober 2014 und März 2015 wurden Plattformbetreiber und crowdfundingfinanzierte Start-ups um Ihre Einschätzung zur aktuellen rechtlichen Situation gebeten. Alle Start-ups und Plattformbetreiber wurden nach der Bekanntgabe des Referentenentwurfs des Kleinanlegerschutzgesetzes (18. Juli 2014) jedoch vor dem Inkrafttreten des endgültigen Gesetzes befragt.

Diskussionen im Vorfeld der Regulierung

Der ursprüngliche Referentenentwurf, der den Teilnehmern unserer Interviews bekannt war, sah zum Beispiel zahlreiche Beschränkungen in Bezug auf Werbung vor. Zudem waren neben einer Ausweitung des Vermögensanlageprospekts auch zahlreiche Anforderungen an die Rechnungslegung und Prüfung nach Vermögensanlagegesetz angedacht. Von Beginn an war eine spezielle Ausnahme für Crowdfunding-Plattformen vorgesehen: Crowdfunding-Projekte dürfen ein Gesamtvolumen von 1 Mio. € nicht übersteigen, wobei das maximale Einzelinvestment 10.000 € beträgt. Auch war geplant, dass die Plattformen Vermögensanlage-Informationenblätter erstellen, welche persönlich unterschrieben an die Crowdfunding-Plattformen zurückgeschickt werden müssen, bevor eine Investition überhaupt möglich ist. Vor dem Hintergrund dieses Entwurfs wurden Plattformbetreiber und Startups befragt.

¹² Beispiel: Protonet sammelte 2014 in fünf Tagen ca. 3 Mio. € von 1.800 Investoren ein.

Die Plattformbetreiber sehen in den Veränderungen des Rechtsrahmens eine Reaktion auf die Insolvenz von Prokon.¹³ Die eigentliche Funktionsweise des Crowdfundingmarktes werde dabei außer Acht gelassen.

"Da das aber eben eine Regulierung des grauen Kapitalmarktes sein sollte, ist es ein Gesetz, was letztlich darauf designed oder angelegt ist, milliardenschwere Finanzprodukte zu regulieren. Bei Prokon wurden, glaube ich, viele Milliarden Euro investiert. Das ist ja unglaublich viel mehr als alles, was je beim Crowdfunding eingesammelt wurde. Und dieser Gesetzentwurf wird jetzt letztlich mit einer sehr unzureichenden Ausnahme der Crowdfunding-Branche übergestülpt." (Plattformbetreiber 1)

Die zahlreichen ursprünglich geplanten bürokratischen Vorgaben und die Prospektpflicht haben ebenfalls zur Befürchtung geführt, dass dieser neue Kapitalmarkt überreguliert wird.

"Das ist natürlich eine ganz erhebliche Gefahr. Gefahr dahin gehend, dass wenn wir den gleichen Regelungen unterworfen sind wie der ganz klassische Finanzvertrieb, was dann natürlich dazu führt, dass man auch die gleichen Kostenstrukturen hat wie ein klassischer Finanzvertrieb. Und wenn ich die gleichen Kostenstrukturen habe wie ein klassischer Finanzvertrieb, dann kann ich aber nicht diese kleineren Finanzierungsrunden machen, die der klassische Finanzvertrieb ja gerade nicht macht aufgrund dieser Kosten und des Aufwands." (Plattformbetreiber 2)

Ob die geplanten rechtlichen Rahmenbedingungen den bereits aktuell bestehenden Prüfungen und Analysen der auf der Plattform erscheinenden Unternehmen gerecht werden, ist fraglich. Im Eigeninteresse führen zahlreiche Plattformen schon jetzt ausführliche Analysen und Prüfungen der einzelnen Start-ups durch, weil nicht finanzierte oder schnell gescheiterte Projekte die Reputation der Plattform negativ beeinflussen können. Zusätzlich besteht für die Plattformen ein nicht rechtssicher auszuschließendes Restrisiko, dass sie für Informationen haftbar gemacht werden können, die sie aktiv transparent auf der Homepage darstellen. Deshalb könnten im Hintergrund zahlreiche Prüfungen durchgeführt werden, jedoch nicht alle daraus resultierenden Informationen an die Anleger weitergegeben werden.

¹³ Die Prokon-Unternehmensgruppe bot ab 2003 Genussrechte Privatanlegern an. Die Stiftung Warentest warnte drei Jahre in Folge vor den Risiken für Privatanleger. Es gab einen Prospekt zu den Anlagen von Prokon. Im Mai 2014 wurde das Insolvenzverfahren eröffnet.

Da die Plattformen zu Finanzanlagenvermittlern werden, ist zukünftig die Finanzanlagenvermittlungsverordnung anzuwenden, die aus der Sicht von Experten ein starkes regulatorisches Korsett darstellt. Zusätzlich wird infrage gestellt, ob die Prospektpflicht ihr gewünschtes Ziel wirklich erreicht oder ob die bürokratischen Maßnahmen die Start-ups und Plattformbetreiber zusätzlich belasten und dadurch den Markt negativ beeinflussen.

"Schaden werden sie auf jeden Fall kleinen Gründern. Die formalen Anforderungen werden hochgeschraubt und wir müssen unser Geschäftsmodell anpassen. Am Ende des Tages müssen wir es auf die Gründer umlegen." (Plattformbetreiber 4)

"Ob der Anleger davon profitiert weiß ich sogar, wenn ich ehrlich bin, auch nicht, weil ein Anleger liest nicht einen dicken Prospekt bzw. versteht bei einem solchen Pamphlet sowieso nichts. Ob das Anlegerschutz ist, weiß ich auch nicht. Schaden wird es natürlich den Plattformanbietern. Auf kurz oder lang werden diese auch Finanzdienstleistungsinstitute werden müssen." (Plattformbetreiber 5)

Kritisiert wird auch von vielen Seiten, dass die Höhe der möglichen Investments zu niedrig ist. Zugleich wurde jedoch die Schwelle, ab der eine Prospektpflicht gewählt wurde, ebenfalls vergleichsweise niedrig angesetzt.

"Wir haben das Riesenproblem, dass sie für alle Anleger - und zwar nicht nur für Verbraucher - den maximalen Investitionsbetrag auf 10.000 EUR begrenzt haben. Also Signaleffekte von professionellen oder halb-professionellen Investoren, die mehr Geld investieren wollen, fallen damit flach." (Plattformbetreiber 3)

Regulierungsmaßnahmen

Viele der ursprünglichen Befürchtungen, welche von den Interviewten formuliert wurden, konnten ausgeräumt werden. Nach mehreren Entwürfen des Kleinanlegerschutzgesetzes, konnte dieses am 10. Juli 2015 in Kraft treten. Die wesentlichen Änderungen für die Schwarmfinanzierung sind:

- Die Einführung einer Obergrenze von 10.000 € für Einzelinvestments von Privatanlegern. Diese Grenze gilt für Anleger, die keine Kapitalgesellschaft sind. Ab einem Anlagebetrag von 1.000 € muss der Anleger zudem eine Selbstauskunft gegenüber der Plattform tätigen. Diese muss eine Bestätigung enthalten, dass der Anleger über ein frei verfügbares Vermögen von mindestens 100.000 € verfügt oder maximal zwei Netto-Monatsgehälter investiert. Die Selbstauskunft verpflichtet die Plattformen nicht, diese Angaben auch zu überprüfen.

- Als weitere Informationspflicht ist ein Vermögensanlagen-Informationsblatt vorgesehen (§§ 13, 14 VermAnIG). Dieses ist von den Unternehmen für die Kleinanleger bereitzustellen und für jede Investition vorgesehen. Die Bestätigung der Kenntnisnahme durch den Anleger kann auf elektronischem Wege erfolgen. Bedingung hierfür ist die zweifelsfreie Erkennbarkeit des Anlegers.
- Ab einem Maximalbetrag von 2,5 Mio. € sind die Crowdfunding Projekte prospektpflichtig. Diese Schwelle orientiert sich an Regelungen in anderen EU Mitgliedstaaten wie z.B. den Niederlanden.
- Grundsätzlich ist Werbung in Printmedien, Online Magazinen und auch im Bereich von Social Media erlaubt, wenn sie mit dem deutlichen Warnhinweis versehen ist: "Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer ist das Risiko eines Verlustes" (§12 III VermAnIG-RegE). Zudem wurde ein 14-tägiges Widerrufsrecht für Anleger verabschiedet. Bei Werbung in elektronischen Medien, die weniger als 210 Schriftzeichen umfassen (z.B. twitter), können die Warnhinweise in einem separaten verlinkten Dokument hinterlegt werden.
- Die Plattformen sind zukünftig Finanzanlagenvermittler im Sinne von § 34f GewO. Aus der Anwendbarkeit der Finanzanlagenvermittlungsverordnung (FinVermV) resultieren zahlreiche zusätzliche Pflichten wie etwa die Pflicht zur Anlegerexploration.¹⁴ Diese Pflichten sind mit einem erhöhten Kommunikationsaufwand, Berichts- und Prüfungsaufgaben sowie mit erheblichen Haftungsrisiken für die Plattformen bei Nichteinhaltung verbunden.

Bewertung der Maßnahmen

Bemängelt wird von Plattformen und Verbänden wie BITKOM e.V. oder dem German Crowdfunding Network, dass der Kontakt zu den Beteiligten im Rahmen des Prozesses nur eingeschränkt gesucht wurde. Zudem wird gefordert, dass von mündigen Bürgern und Investoren ausgegangen werden sollte, die Crowdfunding nutzen. Unser befragter Rechtsexperte geht beispielsweise davon aus, dass bei dem Regierungsentwurf auch Maßnahmen, welche die Plattformbetreiber selbst schon ergriffen haben, wie der Zusammenschluss zu Verbänden, welche sich mit Selbstregulierung und Qualitätsstandards ausei-

¹⁴ Dazu gehört das Erfragen der Kenntnisse und Erfahrungen des Anlegers mit vergleichbaren Anlageformen.

nersetzen, nicht berücksichtigt wurden. Dass eine junge Branche eine Strukturierung brauche und auch die regulatorischen Anforderungen steigen, sei einleuchtend. Dies erfordere eine zunehmende Professionalisierung der Branche, die jedoch auch erkennbar sei, so der Experte. Der starke regulatorische Eingriff stelle jedoch eine Marktverzerrung und zusätzliche Markteintrittsbarriere dar und könne dazu führen, dass sich nicht die beste Plattform am Markt durchsetzen könnte, sondern die, für die die nun getroffenen Maßnahmen den geringsten Anpassungsbedarf auslösen. Zudem müsse man beachten, was das ursprüngliche Ziel des Gesetzgebers war, nämlich der Verbraucherschutz im Zusammenhang mit Prokon. Es wurde die Gelegenheit ergriffen, Crowdfunding in diesem Schritt ebenfalls rechtlich zu regeln: "Crowdfunding wurde in ein regulatorisches Korsett gepasst, das so überhaupt nicht richtig passt" so Dr. Riethmüller. Als Beispiel führt er an, dass der Gesetzgeber mit dem Kleinanlegerschutzgesetz bewirkt hat, dass Crowdinvesting in Zukunft fast ausschließlich über Nachrangdarlehen abgewickelt werden wird. Nachrangdarlehen werden prospektrechtlich privilegiert. Ob dies der erforderlichen Strukturierungsvielfalt der Plattformen und der finanzierten Unternehmen und Projekte sowie den Interessen der Investoren gerecht werde, sei fraglich.

Aus Sicht des Experten besteht die Gefahr, dass Start-ups ihren Sitz ins europäische Ausland verlegen, in dem höhere Finanzierungsvolumina möglich sind. Bisher kann dies noch nicht in größerem Ausmaß beobachtet werden, die Möglichkeit besteht jedoch und wird ggfs. eine Auswirkung der Umsetzung der Regulierungsmaßnahmen sein.

Zahlreiche, von uns befragte Unternehmensgründer gaben vor der Einführung des Gesetzes an, den Aufwand für die Vorbereitung ihrer Crowdfunding Kampagnen unterschätzt zu haben. Auch die Kosten für das eingesammelte Kapital werden von vielen Gründern wegen der Abgaben an die Plattformbetreiber, der Videoerstellung und der Rückzahlungen an die Investoren als hoch eingeschätzt. Durch zusätzliche Regulierungsmaßnahmen würden weitere Kosten entstehen, die letztlich wiederum von den kapitalsuchenden Unternehmen getragen werden müssten.

5.4 Bewertung der rechtlichen Rahmenbedingungen

Die öffentliche Reaktion auf das verabschiedete Kleinanlegerschutzgesetz war verhalten, da anerkannt wurde, dass der Gesetzgeber die vorgebrachte Kritik aus Wissenschaft (Klöhn/Honruf 2015) und Praxis (BITKOM 2014) wahrgenommen, aber nur in Teilen umgesetzt hat. Die Orientierung an Regelungen

wie dem JOBS ACT/CROWDFUND ACT (Regulierung des Crowdfunding Marktes in den USA) und anderen Mitgliedstaaten, wie zum Beispiel die Investitionsschwellen der Niederlande wurden anerkannt. Da jedoch zum Beispiel in Großbritannien, Italien und Österreich eine 5 Mio. Euro Grenze gilt, kann hier eine Beschränkung der Wettbewerbsfähigkeit festgestellt werden. Ob die Balance zwischen dem Kleinanlegerschutz und der Möglichkeit, jungen Unternehmen den Zugang zu Kapital zu erleichtern, wirklich gefunden wurde, ist weiterhin fraglich. Auch die Rolle der Portale und deren Pflichten sind weiterhin umstritten. Der BITKOM betont, dass die Erweiterung der Prospekt- und Informationspflichten weitestgehend unerfüllbar für junge Start-ups sind. Aus der Perspektive von BITKOM (2015) werden die Pflichten vielmehr kapitalmarktorientierten Unternehmen angenähert, obwohl junge Start-ups noch gar keine Kapitalmarktfähigkeit besitzen. Dies würde die Chance gerade für die jüngsten Unternehmen schmälern, eine potenzielle Finanzierungslücke in der Phase der Frühfinanzierung durch Crowdfunding zu schließen.

Zukünftig wünschenswert wäre eine konzeptionelle Auseinandersetzung mit den Fragen, was Plattformen als Intermediäre genau machen. Hierbei kann auch die Frage beantwortet werden, welche Anreize gesetzt werden müssen, damit diese Intermediärsfunktion mit Blick auf die verschiedenen Zielrichtungen des Kleinanlegerschutzes, aber auch der allokativen Effizienz und Wachstumsförderung genutzt werden können, unterstreicht auch Dr. Riethmüller im Experteninterview. Zudem ist bisher noch fraglich, ob Crowdinvesting und die derzeitige Ausgestaltung eine Chance für bisher ungenutztes Kapital auf dem Kapitalmarkt zum Beispiel von Family Offices und Business Angels darstellt. Die Kapitalgesellschaft, die in größerem Maße investieren darf, ist zwar eine erste Lösung, jedoch fördert dies noch nicht die wünschenswerten Investitionsaktivitäten, die volkswirtschaftlich Sinn machen würden.

Eine Überprüfung des verabschiedeten Kleinanlegerschutzgesetzes ist für Ende 2016 geplant. Der junge Finanzmarkt muss mit den neuen Bestimmungen umgehen, bürokratische Herausforderungen meistern und die Geeignetheit der Regelungen muss erprobt werden. Hierbei wird sich herausstellen müssen, ob die Regelungen ihr Ziel erreichen und Kleinanleger schützen, aber auch den Zugang zu Kapital weiterhin ermöglichen.

6 Resümee

Mit dem Start des internetbasierten Crowdfunding im Jahr 2011 haben sich vor allem für innovative junge Unternehmen die Möglichkeiten erweitert, den Kapitalzufluss in der Frühentwicklungsphase ihrer Existenz zu sichern. Privat-anlegern wird die Möglichkeit geboten, sich über unternehmerische Vorhaben im Internet zu informieren und ihr Kapital – unter zumeist vorher festgelegten Bedingungen – zu investieren.

Unsere Analyse zeigt, dass sich die meisten Unternehmer bewusst für das Crowdfunding entscheiden. Obwohl zumeist alternative Finanzquellen zur Verfügung stehen, bewegen sowohl monetäre als auch nicht-monetäre Motive die Unternehmer dazu, auf das Crowdfunding zu setzen. Neben der Sicherung des Kapitalzuflusses ist der Werbeeffekt beim Endkunden das wichtigste Entscheidungsmotiv. Zudem besitzen die Unternehmer im Vorfeld eine realistische Einschätzung darüber, welche Vorteile Ihnen diese Finanzierungsform bietet.

Bis dato wurde häufig angenommen, dass Crowdfunding vor allem Unternehmen nutzen, denen andere Finanzierungsgeber nicht zugänglich sind. Unsere Ergebnisse zeigen: Das Crowdfunding harmoniert mit etablierten Finanzierungsformen und entwickelt sich somit mehr und mehr zu einer ernstzunehmenden Alternative in der Finanzierungslandschaft. Business Angels und Venture Capital-Geber investierten sowohl vor als auch nach der Crowdfinanzierung in die betrachteten Unternehmen. Investoren honorieren dabei die finanzielle Eigenbeteiligung der Unternehmer. Die Crowd investiert umso höhere Summen, je mehr eigene Mittel eingesetzt werden. Das bereitgestellte Kapital fließt bisher vor allem in die Forschung und Entwicklung, Markteinführung sowie Marktdurchdringung. Tendenziell werden die finanzierten Unternehmen immer älter. Hieraus ergibt sich weiterer Forschungsbedarf: Hält dieser Trend an, könnte die Crowdfinanzierung in der Gründungsphase zunehmend schwieriger werden und sich die Verwendung des von der Crowd bereitgestellten Kapitals verändern.

Die von uns untersuchten crowdfinanzierten Unternehmen sind in der kurzfristigen Betrachtung bestandsfester als die übrigen Unternehmensgründungen in Deutschland. Sie scheiden jedoch häufiger vom Markt aus als Neugründungen, die von Venture Capital-Gesellschaften begleitet werden. Bisher haben knapp ein Drittel aller Crowdfinanzierer aus dem Jahr 2011 Verluste erlitten: Von den mehr als 39,2 Mio. € Kapital, die von der Crowd zur Verfügung ge-

stellt wurden, flossen 3,8 Mio. € in ausgeschiedene Unternehmen. Damit haben die Anleger rund 10 Cent eines investierten Euros verloren. Ein Großteil dieser Verluste entfällt dabei auf sehr junge Unternehmen; hier liegt der Verlust der Anleger bei rund 20 Cent eines investierten Euros. Zukünftige Studien könnten klären, wie bestandsfest crowdfinanzierte Unternehmen langfristig sind. Die Gegenüberstellung der Gewinne und Verluste der Anleger ist ebenfalls ein vielversprechendes weiteres Forschungsgebiet. Bislang aber ist das Crowdinvesting noch zu jung, um die Renditen der Anleger detailliert untersuchen zu können.

Wir halten fest: Beim Crowdinvesting handelt es sich um eine Form des Risikokapitals. Investoren müssen darüber vor ihrer endgültigen Anlageentscheidung aufgeklärt werden. Durch die Novellierung des gesetzlichen Rahmens sind hier zusätzliche regulatorische Maßnahmen ergriffen worden, um Investoren zu schützen. Unabhängig von diesen rechtlichen Gegebenheiten bleibt eine Unternehmensgründung aus vielfältigen Gründen riskant. Dabei muss nicht immer die Gründerperson falsche Entscheidungen treffen, das Produkt unterentwickelt sein oder das Geschäftsmodell Mängel aufweisen. Vielmehr kann der Gründer auch zur richtigen Zeit am falschen Ort gewesen sein oder infolge einer Finanzkrise der Kapitalzufluss versiegen. Diese Risiken sind auch mit der besten Gründungsvorbereitung nicht zu beseitigen und können auch durch Anlegerschutzmaßnahmen im Bereich des Crowdinvestings nicht substantiell beeinflusst werden.

Durch das im Juli 2015 verabschiedete Kleinanlegerschutzgesetz besteht nun mehr Rechtssicherheit im Bereich des Crowdinvestings. Hierbei wurde das Ziel verfolgt, Kleinanleger besser zu schützen, indem die Pflichten der kapital-suchenden Unternehmen und Mittler erhöht wurden. Die neuen Standards der Informationspflicht sowie Transparenzregeln sollen Crowdinvestoren für Potenziale und Risiken sensibilisieren. Mit der vorliegenden Analyse kann noch nicht abschließend geklärt werden, ob die Balance zwischen dem Kleinanlegerschutz und der Sicherung des Kapitalzuflusses in (jungen) Unternehmen gefunden werden konnte. Vor diesem Hintergrund wird die Evaluierung des verabschiedeten Kleinanlegerschutzgesetzes im Jahr 2016 begrüßt. Durch die Gesetzesnovelle verändert sich auch die Rolle der Plattformen, weshalb Studien angeregt werden, die sich mit der Intermediärsfunktion der Plattformen und der Reaktion auf die Gesetzesnovelle beschäftigen. Auch sollten hierbei mögliche Änderungen, die sich für die Unternehmer ergeben, analysiert werden. Bereits jetzt schätzen die Unternehmer die mit dieser Finanzierungsform

verbundenen Kosten als zu hoch ein. Durch die Gesetzesnovelle werden Anpassungsprozesse nötig, die sich auf die allokativen Effizienz des Crowdinvestings auswirken können. Dies ist ein vielversprechendes Thema für weitere Forschung.

Literatur

Agrawal, A.; Catalini, C.; Goldfarb, A. (2015): Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions, *Journal of Economics & Management Strategy*, 24 (2), S. 253-274.

Ahlers, G. K. C.; Cumming, D.; Günther, C.; Schweizer, D. (2015): Signaling in Equity Crowdfunding, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39 (4), S. 955-980.

Baeck, P.; Collins, L.; Zhang, B. (2014): The UK alternative financing report 2014: Understanding alternative financing, in: Nesta (Hrsg.), London.

Beier, M.; Früh, S.; Wagner, K. (2014): Crowdfunding für Unternehmen – Plattformen, Projekte und Erfolgsfaktoren in der Schweiz. Forschungsbericht HTW Chur.

Belleflamme, P.; Lambert, T.; Schwienbacher, A. (2013): Individual Crowdfunding Practices, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15 (4), S. 313-333.

Belleflamme, P.; Lambert, T.; Schwienbacher, A. (2014): Crowdfunding: Tapping the right crowd, *Journal of Business Venturing*, 29 (5), S. 585-609.

Berger, A. N.; Udell, G. F. (1998): The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking & Finance*, 22 (6-8), S. 613-673.

BITKOM (2014): Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, in: https://www.bitkom.org/files/documents/BITKOM-Stellungnahme_Referentenentwurf_Kleinanlegerschutzgesetz_final.pdf, Abruf am 10.06.2015.

BITKOM (2015): Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, in: https://www.bitkom.org/files/documents/BITKOM-Stellungnahme_Regierungsentwurf_Kleinanlegerschutzgesetz_final.pdf, Abruf am 10.06.2015.

Bradford, C. S. (2012): Crowdfunding and the federal securities laws, *Columbia Business Law Review*, 2012 (1), S. 1-150.

Cassar, G. (2004): The financing of business start-ups, *Journal of Business Venturing*, 19 (2), S. 261-283.

Deutscher Bundestag (2015): Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung, Drucksache 18/4708, 22.04.2015.

Fichman, M.; Levinthal, D. A. (1991): Honeymoons and the Liability of Adolescence: A New Perspective on Duration Dependence in Social and Organizational Relationships, *The Academy of Management Review*, 16 (2), S. 442-468.

Gerber, E.; Hui, J.; Kuo, P. (2012): Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms, in: CSCW Workshop, http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW_Crowdfunding_Final.pdf, Abruf am 28.08.2015.

Hemer, J. (2011): A snapshot on crowdfunding, Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI, Working Paper No. R2/2011, Karlsruhe.

Hornuf, L.; Klöhn, L. (2013): Crowdfunding und Portfoliodiversifizierung. Eine rechtsökonomische Analyse, *Venture Capital Magazin*, 2013 (2), S. 34-35.

Hornuf, L.; Schwienbacher, A. (2014): The Emergence of Crowdfunding in Europe, Munich Discussion Paper, 2014-43, Volkswirtschaftliche Fakultät, Ludwig-Maximilians-Universität, München.

Howe, J. (2006): The Rise of Crowdsourcing, *Wired Magazine*, 14.06, <http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html>.

Klöhn, L.; Hornuf, L. (2012): Crowdfunding in Deutschland, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2012 (4), S. 237-320.

Klöhn, L.; Hornuf, L. (2015): Die Regelungen des Crowdfunding im RegE des Kleinanlegerschutzgesetzes, *Der Betrieb*, 2015 (1-2), S. 47-53.

Klöhn, L.; Hornuf, L.; Schilling, T. (2015): The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions, *Diritto Della Banca e del Mercato Finanziario*, im Erscheinen (zitierte Version vom 2.6.2015).

Massolution (2015): The Crowdfunding Industry Report 2015. Crowdfunding Platforms, Los Angeles, <http://www.crowdsourcing.org/editorial/global-crowdfunding-market-to-reach-344b-in-2015-predicts-massolutions-2015cf-industry-report/45376>, Abruf am 08.07.2015.

Mollick, E. (2014): The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, *Journal of Business Venturing*, 29 (1), S. 1-16.

Moritz, A.; Block, J. H. (2013): Crowdfunding und Crowdinvesting: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur, *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 62 (Crowdsourcing/Crowdfunding), S. 57-90.

Myers, S.; Majluf, N. (1984): Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13 (2), S. 187-221.

Nietsch, M. ; Eberle, L. (2014): Bankaufsichts- und prospektrechtliche Fragen typischer Crowdfundingmodelle, *Der Betrieb*, 2014 (32), S. 1788-1795.

Nobel, C. (2011): *Why Companies Fail-and How Their Founders Can Bounce Back*, Harvard Business School Working Knowledge, Research & Ideas, publiziert am 7.3.2011, Boston, MA.

Paul, S.; Whittam, G.; Wyper, J. (2007): Towards a model of the business angel investment process, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 9 (2), S. 107-125.

Politis, D. (2008): Business angels and value added: what do we know and where do we go?, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10 (2), S. 127-147.

Puri, M.; Zarutskie, R. (2012): On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital and Non-Venture-Capital-Financed Firms, *The Journal of Finance*, LXVII (6), S. 2247-2293.

Rink, A.; Seiwert, I.; Opfermann, R. (2013): Unternehmensdemographie: methodischer Ansatz und Ergebnisse 2005 bis 2010, *Wirtschaft und Statistik*, 6/2013, S. 422-439.

Schneck, S.; May-Strobl, E. (2013): Wohlstandseffekte des Gründungsgeschehens, IfM Bonn: IfM Materialien Nr. 223, Bonn.

Schwienbacher, A. (2014): Financing the business, in: Routledge Companion of Entrepreneurship, London, S. 193-206.

Wardrop, R.; Zhang, B.; Rau, R.; Gray, M. (2015): Moving Mainstream, The European Alternative Finance Benchmark Report, London.

Anhang

Beschreibung des Datensatzes

Zur Untersuchung der Bedeutung des Crowdinvestings für Unternehmensgründungen greift die Analyse auf eine eigens erstellte Datenbank zurück. Diese Datenbank enthält insgesamt 163 avisierte Finanzierungsrunden, die von 145 Unternehmen durchgeführt wurden. Es handelt sich dabei um alle Kampagnen, die zwischen 1. August 2011 und 18. November 2014 über die in Deutschland führenden Plattformen Companisto, Fundsters, Innovestment und Seedmatch begonnen wurden.¹⁵ Das aktuellste, hier berücksichtigte Finanzierungsvorhaben wurde am 27. März 2015 abgeschlossen.

Neben den öffentlich zugänglichen Informationen stehen auch die Zufriedenheit der Unternehmer, die Kapitalstruktur im Unternehmen, die Verwendung des durch die Crowd eingesammelten Kapitals und die aktuelle Geschäftssituation im Fokus dieser Untersuchung. Da diese Auskünfte nicht transparent über die Plattformen abrufbar sind, wurde zwischen März und Mai 2015 eine telefonische Befragung durchgeführt. Insgesamt wurden 45 Interviews geführt, was einer Teilnahmequote von 31,0 % entspricht.¹⁶ Unternehmen, die bereits mehrere Finanzierungsrunden abgeschlossen haben, wurden mit besonderem Fokus auf ihre erste Finanzierungsrunde befragt. Durch diese Folgebefragung entstand ein Datensatz, der neben den öffentlich zugänglichen Informationen der vier führenden internet-basierten Crowdfunding-Plattformen auch unternehmensspezifische Informationen enthält. Zur Ermittlung des unternehmerischen Erfolgs werden alle Informationen bis zum 31. Mai 2015 berücksichtigt. Aufgrund der unternehmensbezogenen Daten zum Zeitpunkt der Finanzierungsrunde (Datenbank) und die später durchgeführte telefonische Befragung können unternehmensspezifische Informationen zu zwei Zeitpunkten miteinander verknüpft werden. Es liegt somit ein Paneldatensatz vor.

Darüber hinaus wurden im Vorfeld der Befragung zwischen Oktober 2014 und März 2015 insgesamt 21 Interviews mit Plattformbetreibern, Start-ups und ex-

¹⁵ Führend hinsichtlich der Anzahl der in diesem Zeitraum erfolgreich durchgeführten Finanzierungsrunden.

¹⁶ Es wurden 39 Interviews mit Gründern geführt. Drei der verbliebenen sechs Interviews wurden mit Geschäftsführern geführt. Zusätzlich gaben drei weitere Personen Auskunft, obwohl diese weder Geschäftsführer noch Gründer waren.

ternen Experten geführt und ausgewertet. Die Erkenntnisse verwerteten wir bei der Erstellung des Fragebogens für die telefonische Befragung.

Tabellen

Tabelle A1: Bedeutung von Beweggründen bei der Wahl der Finanzierungsmethode und Einflussfaktoren: Koeffizienten einer ordered probit Regression

	Monetäre Motive				Nicht-monetäre Motive			
	Kapitalzufluss sichern	Geschwindigkeit der Finanzierung	Mangelnde Finanzierungsalternativen	Attraktive Unternehmensbewertung	Werbung beim Endkunden	Zugang zu Netzwerken / Kooperationsmöglichkeiten	Produkttest / Entwicklung des Produkts	Markttest
B2B	0,170 (0,447)	0,458 (0,483)	0,548 (0,462)	0,738* (0,403)	0,189 (0,430)	-0,013 (0,435)	0,149 (0,433)	-0,437 (0,459)
B2C	-0,767 (0,874)	0,759 (0,512)	-2,310*** (0,765)	-0,144 (0,591)	1,731** (0,699)	0,171 (0,594)	-0,154 (0,462)	0,327 (0,463)
Unternehmensalter zum Zeitpunkt des Crowdinvestings	-0,456** (0,209)	-0,228 (0,200)	-0,203 (0,204)	0,237 (0,153)	0,289* (0,175)	0,292** (0,137)	-0,431*** (0,155)	-0,349** (0,152)
Pseudo R ²	0,099	0,057	0,154	0,052	0,094	0,031	0,072	0,063
N	32	32	32	31	32	32	31	32

© IfM Bonn

Signifikanzniveau: * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01.

Signifikanzniveau basieren auf der Berechnung heteroskedastischer Standardfehler (in Klammern).

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Tabelle A2: In welchem Maße konnten die Ziele bei der Wahl der Finanzierungsmethode erreicht werden

Motive / Ziele	1 (überhaupt nicht)	2	3	4	5 (voll und ganz)	N	Mittelwert
<i>Monetäre Motive</i>							
Kapitalzufluss sichern	1	3	1	5	28	38	4,5
Geschwindigkeit der Finanzierung	0	0	4	4	14	22	4,5
Attraktive Unternehmensbewertung	0	2	3	9	5	19	3,9
Mangelnde Finanzierungsalternativen	0	1	1	0	3	5	4,0
<i>Nicht-monetäre Motive</i>							
Werbung beim Endkunden	3	5	8	6	8	30	3,4
Zugang zu Netzwerken / Kooperationsmöglichkeiten	2	4	3	4	3	16	3,1
Markttest	0	3	3	2	1	9	3,1
Produkttest / Entwicklung des Produkts	1	3	3	4	1	12	3,1

© IfM Bonn

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.

Tabelle A3: Zufriedenheit mit der Höhe des beim Crowdfunding erzielten Kapitals in Abhängigkeit des Seed Levels und des Betrags, der über die Fundingschwelle hinaus investiert wurde

	Lineare Regression			Ordered probit Regression		
Anzahl der Investoren	0,0011* (0,0006)			0,0009* (0,0005)		
Seed Level	0,0023*** (0,0006)			0,0019** (0,0008)		
Betrag in €, der über die Fundingschwelle hinaus investiert wurde (logarithmiert)	0,7303*** (0,2060)			0,3933*** (0,1175)		
(Pseudo) R ²	0,026	0,116	0,191	0,017	0,058	0,066
Deskriptive Statistiken						
	Mittelwert	Standardabweichung	Minimum	Maximum		
Anzahl der Investoren	294,2	346,6	16	1982		
Seed Level	375,3	354,3	101,4	1880,9		
Betrag in €, der über die Fundingschwelle hinaus investiert wurde (logarithmiert)	10,9	1,4	6,9	13,7		
Zufriedenheit	7,8	2,4	3	10		

© IfM Bonn

Es werden 40 erfolgreiche Finanzierungsrunden berücksichtigt.

Signifikanzniveaus: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Signifikanzniveaus basieren auf der Berechnung heteroskedastierobuster Standardfehler (in Klammern).

Quelle: Crowdfunding Datenbank des IfM Bonn.