



Aktuelle Themen

Digitale Ökonomie und struktureller Wandel

Crowdfunding

Trübt die Euphorie der Crowd das Risikobewusstsein?

14. April 2014

Autoren

Thomas F. Dapp
+49 69 910-31752
thomas-frank.dapp@db.com

Christoph Laskawi
+49 69 910-31924
christoph.laskawi@db.com

Editor

Lars Slomka

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Aus der Sicht potenzieller Gründer ist die unzureichende Versorgung mit Finanzierungsmitteln gerade in frühen Phasen der Unternehmung ein zentrales volkswirtschaftliches Problem. Daher begrüßen wir die Anstrengungen der Crowdfunding-Bewegung aus volkswirtschaftlicher, insbesondere wachstumspolitischer Sicht. Es besteht aber zwingender Handlungsbedarf, den bestehenden Informationsasymmetrien und Interessenkonflikten zwischen den Gründern, den Finanzierungs-Plattformen und den Investoren entgegenzuwirken.

Der Begriff Crowdfunding teilt sich in mehrere Unterkategorien auf. Die Kategorisierung basiert darauf, welche Gegenleistung die Investoren für Ihre Beteiligung erhalten. Vermehrt wird das renditeorientierte und somit risikobehaftete Crowdinvesting diskutiert. Crowdinvesting dient zur Finanzierung von Start-Ups sowie kleinen und mittleren Unternehmen, um insbesondere die Frühphasenfinanzierungslücken zu schließen.

Die Risiken im Crowdinvesting werden durch steigende Insolvenzen verdeutlicht. Für einen interessierten Investor stellt eine adäquate Einschätzung des Geschäftsmodells samt seiner Chancen und Risiken eine enorme Herausforderung dar. Denn aufgrund ihres erst kurzen Bestehens sind bewertungsrelevante Daten von Start-Ups nur in geringem Umfang verfügbar. Ein Trade-Off.

Trotz der eher jungen und wenig erforschten Finanzierungsart sowie der bisher nur wenigen bekannten Insolvenzfälle wird schnell deutlich, dass es sich bei den Investitionen um reines Wagniskapital handelt. Die für die Risikoabschätzung notwendige Bewertungsmethodik im Crowdinvesting ist seitens des finanzierungssuchenden Unternehmens meist frei wählbar. Dies kann zu folgenreichen Interessenskonflikten führen.

Bisher erreichte Finanzierungsvolumina über Crowdfunding-Plattformen sind im Vergleich zu klassischen Finanzierungskanälen noch marginal. 2013 erreicht das Crowdinvesting nicht einmal 1% des Volumens von klassischen Bankkrediten an Selbstständige oder Unternehmen. Da traditionelle Finanzierungsquellen aber Unzulänglichkeiten insbesondere in der Frühphasenfinanzierung aufweisen, wird sich das alternative Finanzierungsinstrument durchsetzen und bei höheren Volumina im Markt etablieren.

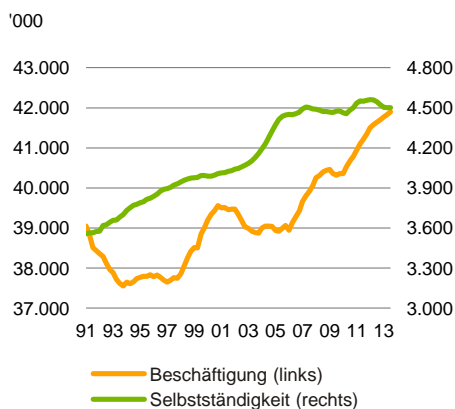
Einige Länder haben bereits individuelle Regulierungsmaßnahmen ergriffen. Es bleibt zu hoffen, dass es nicht zu viele nationale Insellösungen geben wird, sondern Regulierungen und Standards verabschiedet werden, die auf europäischer Ebene, besser aber über Europa hinausgehend, gelten werden. Ansatzpunkte der Regulierer könnten der Anlegerschutz, die Prospektspflicht und die Aufsichtspflicht von Anbieterplattformen sein.



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

Beschäftigung und Selbstständigkeit in Deutschland

1



Quelle: Eurostat

1. Unternehmertum als essenzielle Voraussetzung für Wachstum

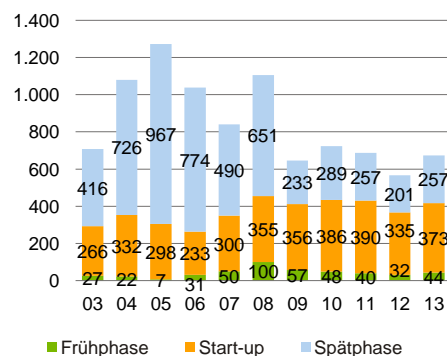
Bei der Diskussion um die Zukunft des deutschen Wirtschaftsstandorts werden die Begriffe „Selbstständigkeit und Entrepreneurship“ häufig verwendet. Das Unternehmertum liefert einen wertvollen volkswirtschaftlichen Beitrag hinsichtlich Beschäftigung, Ausbildung sowie internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Gerade für die rohstoffarme, dafür aber wissensintensive deutsche Volkswirtschaft sorgt das Unternehmertum für einen kontinuierlichen Strom an notwendigen Innovationen, die technologischen Fortschritt ermöglichen und so die Grundlage für Wachstum und Wohlstand bilden. In der vergangenen Dekade ist sowohl die Zahl der Erwerbstätigen als auch die Zahl der Selbstständigen in Deutschland kräftig gestiegen. Gemäß einer Studie des DIW ist die positive Entwicklung der Selbstständigen fast ausschließlich auf die allein tätigen Selbstständigen (Solo-Selbstständige) zurückzuführen.¹

Branchenübergreifender Mangel an Frühfinanzierungsquellen

Venture Capital in Deutschland

2

Nach Finanzierungsphasen, EUR Mio.



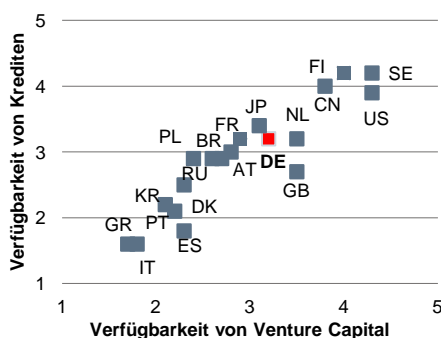
Quelle: BVK

Der Schritt in die (Solo-)Selbstständigkeit ist mit erheblichen wirtschaftlichen Risiken verbunden. So ist die Liquidität jederzeit sicherzustellen, und langfristig müssen die Einnahmen mindestens so groß sein wie die Ausgaben.² Vor allem in der Frühphase benötigen Selbstständige Startkapital für die Realisierung ihres Vorhabens. Künftige Mittelzuflüsse – und damit die Basis für Kreditrückzahlungen – sind schwer abzuschätzen. Daneben verfügen viele Selbstständige oder Kleinbetriebe häufig über keine (hinreichenden) Sicherheiten. Sie sind somit für risikoaverse Geldgeber nicht attraktiv. Selbstständige verfügen außerdem über kein geregeltes Einkommen und haben daher einen besonders schwierigen Zugang zu Fremdkapital. Ein weiteres Problem für Selbstständige oder Kleinbetriebe sind geringe Kreditvolumina: Oftmals benötigen sie Beträge von weniger als EUR 30.000. Bei dieser Größenordnung ist eine Kreditvergabe etwa für viele private Geschäftsbanken wegen des erforderlichen Verwaltungsaufwandes häufig wenig attraktiv.³

Verfügbarkeit von VC und Krediten im internationalen Vergleich

3

Bewertungen (Skalierung: 1 = sehr geringe Verfügbarkeit; 7 = sehr gute Verfügbarkeit)



Quelle: The Global Competitiveness Report 2013-2014, World Economic Forum, Schweiz, 2013

Als alternative Finanzierungsquellen neben Business Angels und öffentlichen Förderprogrammen bedienen noch Venture-Capital-Gesellschaften (VC) den Markt. Allerdings hat das Finanzierungsvolumen von VC in Deutschland nach 2005 volumenmäßig kontinuierlich abgenommen. Insbesondere sank das Frühfinanzierungsengagement der VC-Fonds mit Beginn der globalen Finanzkrise und bewegte sich in Relation zu späteren Finanzierungsphasen eher im unteren zweistelligen Millionenbereich. Die Gründerszene (nicht nur) in Deutschland wird daher mit den Finanzierungslücken in den frühen Unternehmensphasen vor große Herausforderungen gestellt.

Ein ähnliches Bild hinsichtlich des Finanzierungsbedarfs von Unternehmen kann auf internationaler Ebene beobachtet werden: Bei einer Umfrage des World Economic Forum (WEF) wurde die Verfügbarkeit von Bankkrediten und Venture Capital untersucht. Die Ergebnisse zeigen, dass sich Deutschland eher im Mittelfeld aufhält. Günstigere Finanzierungsbedingungen sind hingegen in den nordischen Ländern sowie in den USA und China zu finden. Genau dieser Mangel bzw. das Bedürfnis nach Frühfinanzierungskapital bietet der Crowdfunding-Bewegung ihre Nischenberechtigung.

¹ Brenke, K. (2013). Allein tätige Selbstständige: starkes Beschäftigungswachstum, oft nur geringe Einkommen. DIW Wochenbericht 7. 2013. Berlin.

² Neben den erforderlichen Einkommen, die für den laufenden Lebensunterhalt erzielt werden müssen, ist auch die finanzielle Vorsorge für den Ruhestand zu bestreiten.

³ Dapp, T. und Ehmer, P. (2011). Kultur- und Kreativwirtschaft. Wachstumspotenzial in Teilbereichen. Aktuelle Themen Nr. 508. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main.



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

Denn wer heute in einer modernen Netzwerkökonomie finanzielle Mittel für seine Unternehmung benötigt, kann alternativ auf die Beteiligung von privaten Investoren hoffen. Die zuvor genannten Probleme in der Gründerphase können durch eine Finanzierung über eine Vielzahl von kleineren Geldgebern – die so genannte „Crowd“ – gelöst oder abgemildert werden. Diese alternative Finanzierungsart hat das Potenzial, Finanzierungslücken in der kritischen Frühphase eines neuen Unternehmens zu schließen.

Gang der Untersuchung. Neben einer kurzen Einführung in Kapitel 2 widmen wir uns im Folgekapitel den unterschiedlichen Finanzierungs-kategorien, die unter dem Begriff Crowdfunding diskutiert werden. Im vierten Kapitel werden nationale Marktdaten hinsichtlich Volumina und Akteuren erläutert. Desweiteren untersuchen wir in Kapitel 5 die unterschiedlichen Bewertungsmethoden und heben den Risikoaspekt, insbesondere den des Crowdinvestings, hervor. Die Studie schließt mit einem Fazit in Kapitel 6.

2. Die Crowdfunding-Bewegung

Neben klassischen Finanzierungsquellen wie Krediten, Venture Capital (VC), Business Angels oder Fördergeldern bieten Crowdfunding-Plattformen eine alternative bzw. ergänzende Finanzierungsart für Jungunternehmen, Frei- und Kreativschaffende (z.B. Künstler, Autoren, Musiker, Journalisten, Designer etc.) oder private Kreditnehmer. Zwar sind die Kreditvolumina häufig kleiner als bei klassischen Finanzierungsformen. Für Start-Ups sind Crowdfunding-Plattformen dennoch geeignet. Beispielsweise können sie über Mikroinvestments ihren Markteintritt vorbereiten, Jungautoren finanzieren ihr Erstlingswerk oder Filmmacher kommen auf diesem Wege zu ihrem ersten Kinostreifen – alles gefördert durch die „Crowd“. Die Projektkategorien, für die Gelder eingesammelt werden, reichen branchenübergreifend von Film, Musik und Gaming über Design, Journalismus und Mode bis hin zu web-basierten Technologien oder neuen Produkten für den Einzelhandel.

So funktioniert(e) klassisches Crowdfunding

Crowdfunding vor mehr als 100 Jahren

Eigentlich ist die Idee des Crowdfunding nicht wirklich neu. Ein bekanntes und historisch dokumentiertes Crowdfunding-Projekt ist die Finanzierung des Podests für die Freiheitsstatue von New York. Die Liberty Lady, entworfen von Frédéric-Auguste Bartholdi war ein Geschenk der französischen Regierung an die USA anlässlich des Unabhängigkeitstages. Allerdings umfasste das Geschenk lediglich die Statue – ein entsprechendes Fundament mussten die USA selbst bereitstellen. Die Finanzierung des Sockels erwies sich allerdings zunächst als schwierig. Die Arbeiten an dem Fundament wären 1885 aufgrund leerer Haushaltskassen beinahe eingestellt worden, hätte nicht der damalige Herausgeber der „New York World“, Joseph Pulitzer, eine Spendenkampagne ins Leben gerufen. Jenen, die sich an der Finanzierung mit einer Spende in beliebiger Höhe beteiligen würden, versprach Pulitzer eine namentliche Nennung in seiner Zeitung. In fünf Monaten wurden ca. USD 100.000 von über 120.000 Menschen gespendet, wobei sich 80% der Gesamtsumme aus Spenden von weniger als einem US-Dollar zusammensetzten. Der Erfolg dieses Spendenaufrufs ist heute im Hafen von New York als Besuchermagnet zu bestaunen.

Moderne Internet-Technologien treiben die Bewegung

Heute, ca. 130 Jahre später, sind viele öffentliche Kassen zwar immer noch leer, aber die Finanzierung durch die „Crowd“ funktioniert sehr viel effizienter und teils mit größeren Finanzierungsvolumina – nicht nur im Bereich kultureller Projekte. Dank moderner web-basierter Technologien können mehr Menschen schneller und kostengünstiger zu Spenden- bzw. Beteiligungen im Internet aufgerufen werden. Die Internet-Technologie erhöht die Dynamik, die Viralität und senkt die Informationsasymmetrien zwischen klassischen Kapitalgebern und



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

-nehmern. Neben den klassischen Finanzierungsquellen bieten Crowdfunding-Plattformen als Projektbeschleuniger damit zunehmend eine alternative bzw. komplementäre Finanzierungsform.

Eine gute Story ist die halbe Miete

Im Grunde kann jeder finanzielle Mittel für sein Projekt über einen (öffentlichen) Internetaufruf einwerben. Die Spielregeln des Crowdfunding sind relativ einfach. Dadurch erfüllen sie exakt die derzeit hoch im Kurs stehenden Wünsche der netzaffinen Bürger nach „Convenience“ und „Partizipation“. Zu Beginn stellt sich der Initiator mit seinem Projekt oder seiner Idee, z.B. in Form eines Videos, auf einer Plattform vor. Das Projekt soll möglichst eine breite Zielgruppe inspirieren, sodass über Netzwerkeffekte das kollektive Geldeinsammeln ausgelöst wird. Weiterhin folgt die Definition des Fundraising-Ziels, d.h. die Höhe der Geldsumme, die für das Projekt eingesammelt werden soll. Zusätzlich wird ein Stichtag bestimmt, bis zu dem die finanziellen Mittel eingesammelt werden sollen. Die Anbindung an soziale Netzwerke, Foren, Blogs und digitale Pinnwände erlaubt eine virale und vor allem kostengünstige Vermarktung des Projekts (ohne Intermediäre). Wird das Fundraising-Ziel nicht in der vorgegebenen Zeit und Höhe erreicht, greift das „Alles-oder-Nichts-Prinzip“, d.h. alle Beteiligten bekommen ihre Einlagen treuhänderisch zurück.

Was Geldgeber/Investoren als Gegenleistung erwarten können

Die Gegenleistungen sind variantenreich

Die Geldgeber im klassischen Crowdfunding-Prozess sind in den meisten Fällen keine Investoren, weil sie keine Anteile an dem geplanten Projekt halten, sondern alternativ kompensiert werden. Die Gegenleistungen sind häufig immaterieller Natur oder werden in Form von Sachleistungen (Bücher, Musik-CDs, Kinokarten, Namensnennung im Filmabspann, Mitwirken in einem Video, Privatkonzerte etc.) angeboten, deren Wert sich nach der Höhe der Beteiligungssumme richtet.

Crowdfunding bietet Potenzial für den Einsatz von Open Innovation Tools ...

Die Entlohnung der Crowd (Geldgeber) mit Sachwerten bietet auch die Möglichkeit, kreative Förderer interaktiv in die Wertschöpfungsprozesse einzubinden. Über zusätzliche Feedback- oder Abstimmungstools können Ideenwettbewerbe angeboten werden. Hier kann die Crowd mit Ideen zu Design, Blaupausen oder Namensgebung unterstützen. Dadurch erfährt das Crowdfunding auch eine Art Open Innovation bzw. Crowdsourcing-Komponente, um den Innovationsprozess zusätzlich zu stimulieren.⁴

... und eignet sich auch als kommunales Förderinstrument

Außerdem bieten Crowdfunding-Finanzierungen neben den rein ökonomischen Entscheidungskriterien, ob ein Projekt realisiert wird oder nicht, eine Art basisbewegende Förderstruktur (grass-root). So manches Projekt kann trotz der Ablehnung durch Gremien von Förderinstituten oder klassischer Finanzierungsinstitute umgesetzt werden, weil die Crowd das Projekt für unterstützungswürdig hält und fördert. So bietet sich Crowdfunding auch als kommunales Förderinstrument an, um z.B. regionale Projekte voranzutreiben, die wegen mangelnder Unterstützung klassischer Finanzierer oder knapper öffentlicher Kassen scheitern würden, wie das oben genannte Beispiel der Liberty Lady beweist.⁵

⁴ Dapp, T. (2011). Die digitale Gesellschaft. Neue Wege zu mehr Transparenz, Beteiligung und Innovation. Aktuelle Themen Nr. 517. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main.

⁵ Theil, A. (2012). Cofunding zwischen privater und öffentlicher Förderung. In: Das Co:funding Handbuch. 2. Ausgabe Mai 2012. Herausgeber: tyclipso.me in Zusammenarbeit mit Startnext.de.



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

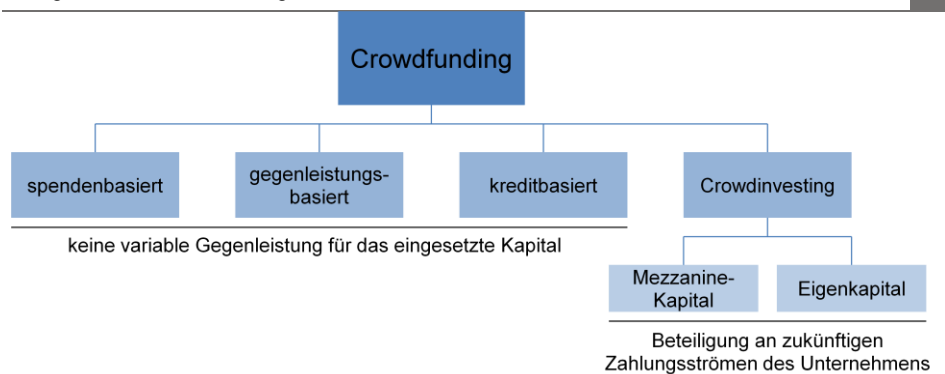
3. Diese Finanzierungsarten werden von der Crowd umschwärmt

Es muss differenziert werden

Der Begriff Crowdfunding lässt sich in mehrere Unterkategorien aufteilen. Die Kategorisierung basiert in der Regel darauf, welche Gegenleistung die Investoren für Ihre Beteiligung erhalten.⁶ Da es sich aufgrund der modernen Technologien bei den verschiedenen Crowd-Finanzierungstypen um relativ junges und wissenschaftlich weitgehend unerforschtes Terrain handelt, könnte sich die Kategorisierung künftig auch ändern bzw. erweitern. Generell wird derzeit aber nach den folgenden Finanzierungsarten unterschieden:

Kategorien des Crowdfunding

4



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Klöhn, L. und Hornuf, L. (2012). Crowdinvesting in Deutschland. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 24(4).

Crowdfunding auf Spenden basierend

Bei der auf Spenden basierenden Variante des Crowdfunding werben Projektinitiatoren um Spenden aus der Crowd, um ihre Vorhaben realisieren zu können. Spender erhalten keinerlei Gegenleistung für ihren monetären Einsatz. Entsprechend häufig wird diese Variante zum Finanzieren von wohltätigen Vorhaben genutzt. In Deutschland bietet die Spendenplattform Betterplace⁷ die Möglichkeit, soziale Projekte über die Crowd zu finanzieren. Neben regionalen Projekten in deutschen Städten werden auch internationale Projekte unterstützt.⁸

Crowdfunding auf Gegenleistungen basierend

Eine weitere Form des Crowdfunding ist das Einsammeln von Finanzmitteln unter Angebot einer Gegenleistung. In Abhängigkeit des zu realisierenden Projektes kann die Gegenleistung deutlich variieren, wie die bereits genannten Beispiele zeigen. Zudem können Abstufungen nach Höhe des eingebrachten Geldbetrages vorgenommen werden. Als prominentes Projektbeispiel ist der Film „Stromberg“ anzuführen, der derzeit in den Kinos gezeigt wird. Dabei wurden EUR 1 Mio. von über 3.000 Investoren eingesammelt.⁹ Es ist allerdings anzumerken, dass es sich bei der Finanzierung des Films um eine Mischform von Unterkategorien des Crowdfunding handelt, da Investoren nicht ausschließlich mit Sachwerten wie Kinokarten vergütet wurden, sondern auch an den Zahlungsströmen durch Kinobesucher partizipieren (werden).¹⁰ Ein weiteres Beispiel ist das jamaikanische Bob-Team. Die Athleten haben ihre Teilnahme an

⁶ Vgl.: Klöhn, L. und Hornuf, L. (2012). Crowdinvesting in Deutschland. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 24(4).

⁷ <http://www.betterplace.org/de>.

⁸ Aktuelle Projekte werben z.B. für die Unterstützung von Initiativen in Syrien, Afrika oder Südamerika. Siehe hierzu: <http://www.betterplace.org/de>.

⁹ <http://www.brainpool.de/bpo/de/presse/pressemitteilungen/08711.html>.

¹⁰ <http://www.myspass.de/myspass/specials/stromberg-kinofilm/investieren/>.



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

den olympischen Winterspielen in Sotschi über Crowdfunding finanziert und den Geldgebern ein T-Shirt als Gegenleistung angeboten.¹¹

Kreditbasiertes Crowdfunding

Die Vergabe von Krediten durch die Crowd wird als Crowdlending bezeichnet. Hierbei werben Privatpersonen, Institutionen oder Unternehmen um die Vergabe eines Kredites, z.B. zur Realisierung eines Projektes oder zur Finanzierung von Gütern oder Dienstleistungen. Beispielsweise können sich Verbraucher von der Crowd finanzielle Mittel leihen, um ihre Wohnung zu renovieren oder ein Fahrzeug zu erwerben. Crowdlending zeichnet sich dadurch aus, dass das eingesetzte Kapital der Gläubiger zu festen Konditionen verzinst und im Erfolgsfall zurückgezahlt wird. Es besteht allerdings ein echtes Ausfallrisiko. Je nachdem, wie die Kreditvermittlung seitens der Plattformen ausgestaltet und die Finanzmittel genutzt werden, fällt Crowdlending unter Umständen unter die Kontrolle der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Die BaFin behält sich das Recht vor, Geschäftsvorhaben einzelner Plattformen zu prüfen, um unerlaubte Bankgeschäfte auszuschließen.¹² In Deutschland dominieren bisher Peer-to-Peer-Plattformen die Crowdlending-Infrastruktur, also das Bereitstellen von finanziellen Mitteln von Privatpersonen an Privatpersonen. Nach amerikanischem Vorbild hat im April 2014 eine Peer-to-Business-Plattform den Betrieb in Deutschland aufgenommen. Diese bietet Privatpersonen die Möglichkeit, sich an Krediten für kleine und mittelständische Unternehmen zu beteiligen.¹³ Peer-to-Business-Finanzierungen werden in Deutschland allerdings vornehmlich über die Finanzierungsform Crowdfunding vorgenommen.

Crowdfunding – Partizipation an zukünftigen Zahlungsströmen

Kapitalformen

5

Eigenkapital:

Dem Unternehmen durch Einlagen von Anteilseignern oder durch das Einbehalten von Gewinnen zufließendes Kapital, welches im Insolvenzfall vollumfänglich als Haftungsgrundlage herangezogen wird. Anteilseigner erhalten im Regelfall Stimmrechte bei Unternehmensentscheidungen.

Fremdkapital:

In einem Schuldverhältnis erhaltenes Kapital, was im Insolvenzfall vorrangig bedient wird. Gläubigern werden keine Stimmrechte bei Unternehmensentscheidungen zugesprochen.

Mezzanine-Kapital:

Mischform aus Eigen- und Fremdkapital, welche charakteristisch zwischen erstrangigem Fremdkapital und stimmberechtigtem Eigenkapital ausgestaltet ist. Mitspracherechte gehen regelmäßig nicht mit der Kapitalüberlassung einher.

Mehr Infos unter:

http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/33/aid/31/title/1_Mezzanine-Finanzierung-Abgrenzung_zu_Eigen-_bzw._Fremdkapital

Crowdfunding beschreibt eine weitere Form des Crowdfunding, die allerdings ausschließlich renditeorientiert und somit auch mit gewissen Risiken verbunden ist. Sie wird zur Finanzierung von Start-Ups sowie kleinen und mittleren Unternehmen herangezogen, um insbesondere die Frühphasenfinanzierungslücken zu schließen. Wie schon beim Crowdlending geht der Investor beim Crowdfunding Risiken ein, die zum Teil nur schwer einzuschätzen sind.

Das Crowdfunding beinhaltet eine Partizipation des Investors an künftigen Zahlungsströmen des Unternehmens (Cash Flows) oder an der Entwicklung des Unternehmenswertes. Renditehoffnungen für den Investor beruhen oftmals auf einem möglichen Exit-Erlös durch einen Unternehmensverkauf oder eine -übernahme. Eine derartige Investition kann durch eine Eigenkapitalbeteiligung oder durch Mezzanine-Kapitalformen durchgeführt werden.¹⁴ In Abhängigkeit des gewählten Beteiligungsinstruments und der Höhe der Finanzierungssumme fallen Crowdfunding-Finanzierungen somit in den Regulierungsbereich der BaFin.¹⁵ Dies stellt einen weiteren elementaren Unterschied zu den spendenbasierten und auf nicht-monetären Gegenleistungen beruhenden Formen des Crowdfunding dar. Ähnlich wie beim Crowdlending können die Finanzierungsplattformen des Crowdfunding unter die Aufsicht und Kontrolle der BaFin fallen. Die Klassifizierung ist von den Dienstleistungen der Plattform abhängig.

¹¹ <https://www.crowdfunder.com/campaigns/help-the-jamaican-bobsled-team-get-to-sochi/description>.

¹² Vgl.: BaFin (2007). „Kreditauctionen“ im Internet und die bankaufsichtsrechtliche Erlaubnispflicht der Beteiligten. BaFinJournal 05/07.

¹³ Peer-to-Peer-Plattformen in Deutschland sind z.B.: „Auxmoney“ und „Smava“; Peer-to-Business-Plattformen sind z.B.: „Funding Community“ aus den USA und „ZenCap“ aus Deutschland.

¹⁴ Vgl.: Klöhn, L. und Hornuf, L. (2012). Crowdfunding in Deutschland. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 24(4).

¹⁵ Vgl.: BaFin (2012). Crowdfunding im Licht des Aufsichtsrechts. BaFinJournal 09/12.

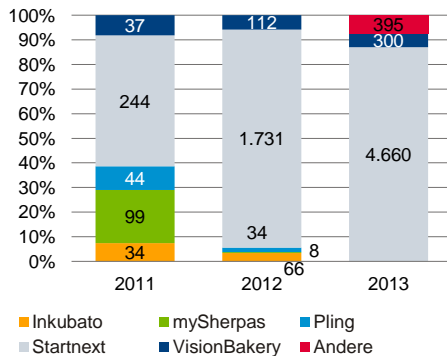


Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

Marktanteile im nicht-renditeorientierten Crowdfunding in Deutschland

6

In TEUR

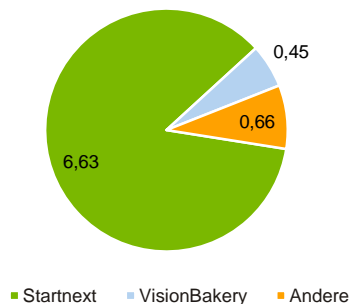


Quellen: für-Gründer, Deutsche Bank Research

Eingesammeltes Kapital bis Ende 2013

7

Nach Plattformen, EUR Mio.

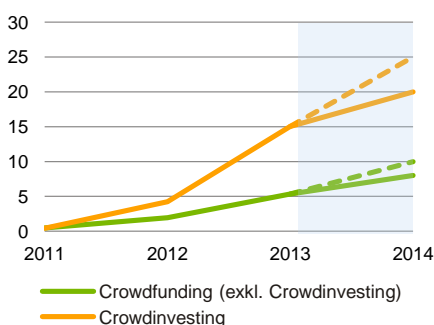


Quelle: für-Gründer

Entwicklung der Marktvolumina

8

In EUR Mio.



Quellen: für-Gründer, Deutsche Bank Research

Wird beispielsweise eine Anlagevermittlung¹⁶ vorgenommen oder werden Zahlungsdienste geleistet, ist eine Genehmigung der BaFin einzuholen. Bisherige Plattformmodelle erfüllen diese Tatbestände aber in der Regel noch nicht.¹⁷

Beispielhaft können hier zwei erfolgreiche Crowdfunding-Projekte genannt werden, die 2013 für mediale Aufmerksamkeit gesorgt haben: Die relativ neu im Markt auftretende Online-Plattform Bergfürst¹⁸ hat jüngst Kapital für die Urbanara AG¹⁹ in Höhe von EUR 3 Mio. eingesammelt. An der Finanzierung beteiligen sich ca. 1.000 Investoren mit einer durchschnittlichen Investitionssumme von ca. EUR 3.000. Hierbei wurde reines Eigenkapital in Form von Aktien durch das Unternehmen angeboten, was eine Neuheit für den deutschen Markt darstellte.²⁰ Einen weiteren Finanzierungserfolg erlangte die e-volo GmbH²¹, die insgesamt EUR 1,2 Mio. von 751 Investoren einwerben konnte. Die Beteiligung erfolgte dabei durch Mezzanine-Kapital.²²

4. Plattformen und Volumina im Crowdfunding-Markt

Nicht-renditeorientiertes Crowdfunding in Deutschland

Erste deutsche Crowdfunding-Projekte, die sich am amerikanischen Modell orientieren, wurden im Jahr 2010 initiiert. Mit einem Finanzierungsvolumen von EUR 1,3 Mio. fand das Crowdfunding im Verhältnis zu klassischen Finanzierungsquellen allerdings in einer (noch) überschaubaren Dimension statt. In den Folgejahren stieg der Crowdfunding-Markt jedoch rapide an. In den Jahren 2012 und 2013 wurden dreistellige Wachstumsraten erzielt, sodass im vergangenen Jahr ein Volumen in Deutschland von ca. EUR 5,4 Mio. erreicht wurde. Im Bereich des Crowdfunding auf Spenden und Gegenleistungen basierend verteilen sich die Projekte auf fünf Plattformen. Während der letzten Jahre konnten allerdings schon erste Marktkonsolidierungen beobachtet werden. Die wenigen deutschsprachigen Plattformen konkurrieren in einem relativ überschaubaren nationalen Markt, die Vermittlungserträge drohen weiter zu sinken, und die Wettbewerber aus den USA (z.B. Kickstarter) erfreuen sich einer weltweit agierenden und wachsenden Community.

Mit einem Anteil von rd. 87% der eingesammelten Mittel dominiert eine einzelne Plattform (Startnext) den deutschen Markt für klassisches, also nicht-renditeorientiertes Crowdfunding. Experten schätzen das Marktvolumen im laufenden Jahr auf eine Summe zwischen EUR 8 bis 10 Mio. Weiterhin ist zu erwarten, dass die Zahl der Projekte sowie die durchschnittliche Projektgröße steigen wird.²³

Renditeorientiertes Crowdfunding in Deutschland

Die deutsche Crowdfunding-Bewegung als Unterkategorie des Crowdfunding fand im Jahr 2011 ihren Ursprung. Damals wurde allerdings nur für vier Projekte mit einem Gesamtvolumen von ca. EUR 0,5 Mio. erfolgreich Kapital eingesammelt. Ebenso wie im Bereich des nicht-renditeorientierten Crowdfunding ist auch das Crowdfunding in den vergangenen Jahren stark (2013: +253%) gewach-

¹⁶ Siehe BaFin (2012). „Die Anlagevermittlung erbringt etwa, wer als Bote des Anlegers dessen Willenserklärung, Finanzinstrumente anzuschaffen oder zu veräußern, an denjenigen weiterleitet, mit dem der Anleger ein solches Geschäft abschließen will.“

¹⁷ Vgl.: BaFin (2012). Crowdfunding im Licht des Aufsichtsrechts. BaFinJournal 09/12.

¹⁸ www.bergfuerst.com.

¹⁹ www.urbanara-ag.de.

²⁰ <http://www.vc-magazin.de/news/deals/item/2569-3-mio-eur-emissionsvolumen-für-urbanara>.

²¹ <http://www.e-volo.com/de/>.

²² <https://www.seedmatch.de/startups/e-volo/>.

²³ Vgl.: Für-Gründer (2014). Crowdfunding-Monitor 2013.



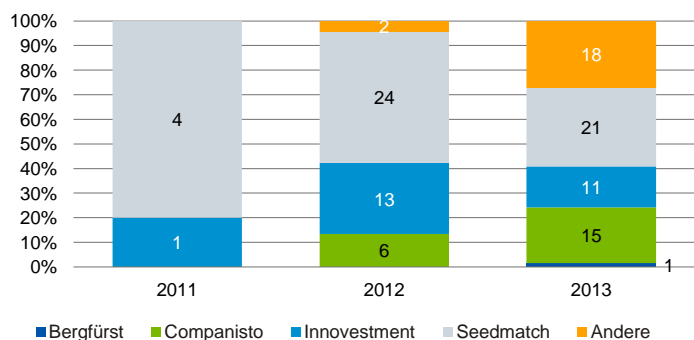
Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

sen. Im vergangenen Jahr generierte die Crowd ein Investitionsvolumen von ca. EUR 15 Mio. Zum Marktvolumen im kreditbasierten Crowdfunding bestehen bisher keine statistischen Erhebungen. Schätzungen gehen allerdings davon aus, dass das Gesamtfinanzierungsvolumen bis 2013 ca. EUR 45 Mio. betrug.²⁴

Marktanteile im Crowdfunding nach Finanzierungserfolgen

9

Anzahl erfolgreicher Projekte

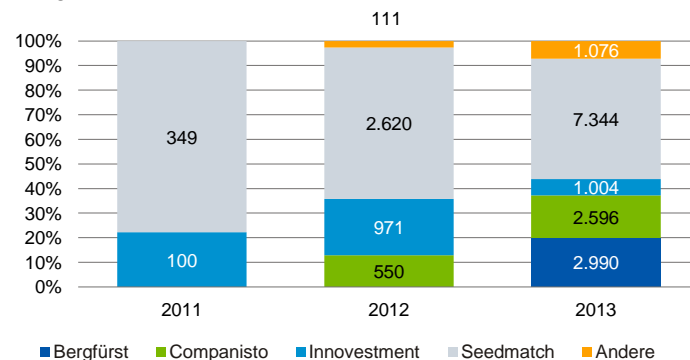


Quellen: für-Gründer, Deutsche Bank Research

Marktanteile im Crowdfunding nach eingesammeltem Kapital

10

in TEUR



Quellen: für-Gründer, Deutsche Bank Research

Das Finanzierungsvolumen im Bereich Crowdfunding verteilte sich im Wesentlichen auf vier Finanzierungsplattformen. Hervorzuheben sind hierbei die Plattformen Seedmatch und Bergfürst. Seedmatch erreichte einen Marktanteil von 32% der erfolgreich finanzierten Projekte und generierte damit 49% des erworbenen Kapitals auf seiner Plattform. Bergfürst trat 2013 auf den Crowdfunding-Markt und finanzierte bisher ein Projekt mit einem Volumen von circa EUR 3 Mio. Entsprechend divergieren die Marktanteile hinsichtlich der Anzahl der erfolgreichen Projekte (2%) und dem eingesammelten Kapital (20%).

Im ersten Quartal des laufenden Jahres wurden bereits knapp EUR 3 Mio. in insgesamt 15 Finanzierungsrunden eingesammelt. Dies entspricht einem Wachstum gegenüber dem ersten Quartal des Vorjahres von circa 65%. Für das Gesamtjahr 2014 prognostizieren Experten im Bereich Crowdfunding ein Marktvolumen von ca. EUR 20 bis 25 Mio. und rechnen auch mittelfristig mit steigender Tendenz.²⁵

5. Zur Unternehmensbewertung im Bereich Crowdfunding

Beim risikobehafteten Crowdfunding kann der Totalverlust drohen

Beim Crowdfunding stellt sich der Kapitalgeber bei seiner Investition die Frage des versprochenen Gegenwertes. Während der Gegenwert beim spendenbasierten, auf Gegenleistungen basierenden oder kreditbasierten Crowdfunding entweder entfällt oder vorher eindeutig bestimmt wird, ist die Gegenleistung beim Crowdfunding hingegen wesentlich abstrakter. Hier erwartet der Investor eine monetäre Gegenleistung. Hierfür bedarf es einer Unternehmensbewertung, die je nach Beteiligungsform, sogar vorgeschrieben ist.

Das Crowdfunding wird als Finanzierungsmöglichkeit vornehmlich von Start-Ups genutzt. Für einen interessierten Investor stellt eine adäquate Einschätzung des Geschäftsmodells samt seiner Chancen und Risiken eine enorme Herausforderung dar. Denn aufgrund ihres erst kurzen Bestehens sind bewertungsrelevante Daten von Start-Ups nur in geringem Umfang verfügbar.²⁶ Für die Investitionsentscheidung spielt aber gerade die kommunizierte Unternehmensbewertung als Indikator für mögliche Renditechancen sowie für das Risikoprofil des Start-Ups eine zentrale Rolle. Dieser Trade-Off ist typisch für die Finanzierung

²⁴ Vgl.: Grimme-Institut (2013). Social Finance.

²⁵ Vgl.: Für-Gründer (2014). Crowdfunding Monitor 2013.

²⁶ Vgl.: Klöhn, L. und Hornuf, L. (2012). Crowdfunding in Deutschland. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 24(4).



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

von jungen Unternehmen. Im Gegensatz zur VC-Finanzierung, bei der regelmäßig Netzwerke sowie unternehmerische Beratungsdienste vom Investor zur Verfügung gestellt werden, können Unternehmen beim Crowdfunding auf diese Zusatzleistungen nicht zurückgreifen. Das ist aber kaum überraschend, da die Plattformanbieter keine Anteilseigner der Unternehmen sind und entsprechend keine Entscheidungsbefugnisse im Unternehmen haben, somit also auch nicht direkt am Unternehmenserfolg partizipieren, wie das bei einer VC-Finanzierung der Fall ist.

Bewertungen binden finanzielle Ressourcen

Sofern die Crowdfunding-Plattform keinen internen Bewertungsprozess implementiert, muss das Unternehmen eine eigene Unternehmensbewertung vornehmen oder eine entsprechende externe Dienstleistung in Anspruch nehmen. Dies bindet finanzielle Ressourcen und Managementkapazitäten. Neben Wirtschaftsprüfern, die Unternehmensbewertungen nach festen Standards und oftmals sehr kostenintensiv anbieten²⁷, besteht alternativ die Möglichkeit, auf kostenfreie oder auch kostenpflichtige Online-Bewertungstools zurückzugreifen.²⁸ Während bei Inanspruchnahme einer Bewertung durch einen Wirtschaftsprüfer einzelne Komponenten der Unternehmensbewertung für potenzielle Investoren transparent kommuniziert werden können, ist dies bei Online-Tools aufgrund ihrer teilweise intransparenten Verfahren in der Regel nicht möglich.

Allerdings besteht seitens der Unternehmen und der Crowdfunding-Plattformen die Möglichkeit, die ressourcenzehrende Bewertungsproblematik zu umgehen: Durch das Anbieten von Beteiligungsformen wie Genussrechten oder partiarischen Darlehen²⁹, bei denen keine Anteile am Unternehmen durch den Investor erworben werden, bedarf es keiner unmittelbaren Unternehmensbewertung. Diese Beteiligungsformen haben aber zur Folge, dass Investoren keine Mitspracherechte an etwaigen Unternehmensentscheidungen in Anspruch nehmen können. Der Komplexitätsgrad der Investitionsmöglichkeit wird dadurch aber nicht reduziert.

Beinhaltet ein solcher Beteiligungsvertrag zudem eine Partizipation an der Entwicklung des Unternehmenswertes, ist zumindest zum Auslauf der Investition eine Bewertung des Unternehmens notwendig. Regelmäßig wird dabei eine Bewertungsmethodik zum Investitionsende vertraglich fixiert. Die festgeschriebene Methodik wird dann genutzt, um den Rückzahlungsbetrag bei Ablauf der Mindestvertragslaufzeit oder bei späterer Kündigung zu bestimmen. Beispielhaft kann hier die standardisierte Vertragsgestaltung der Plattform „Seedmatch“ genannt werden, die eine Multiplikatorbewertung anhand eines Gewinn- oder Umsatz-Multiplikators vorsieht.³⁰

Unterschiedliche Bewertungsverfahren für Start-Ups

Unternehmensbewertungen sorgen für Interessenkonflikte

Die Bewertungsmethodik im Crowdfunding ist seitens des finanzierungssuchenden Unternehmens meist frei wählbar und kann deshalb zu Interessenkonflikten führen. Mehrheitlich weisen die Crowdfunding-Plattformen lediglich darauf hin, dass die Unternehmensbewertung anhand von in der Praxis gängigen Methoden durchgeführt werden sollte. Nur eine geringe Anzahl der aktiven Crowdfunding-Plattformen hat einen eigenen standardisierten Bewertungsprozess implementiert. Teilweise sind allerdings plattformeigene Bewertungstools oder eine Unternehmensbewertung durch die Plattform Voraussetzung für ihre

²⁷ Wirtschaftsprüfer sind angehalten, eine Unternehmensbewertung in Form eines DCF-Verfahrens und nach einem Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer (dem IDW S1) vorzunehmen.

²⁸ Als Beispiele sind hier die Angebote von „Bewertungspilot“ und „EquityNet“ zu nennen.

²⁹ Partiarische Nachrangdarlehen werden gewinnabhängig verzinst, werden im Insolvenzfall nachrangig bedient und es gilt keine Prospektspflicht für diese Darlehensform.

³⁰ <http://blog.seedmatch.de/2013/03/28/exitbeteiligung-wie-sie-als-crowdinvestor-langfristig-amerfolg-eines-startups-partizipieren/>.



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

Nutzung. Grundsätzlich stehen für die Unternehmensbewertung von Start-Ups folgende Verfahren zur Verfügung:

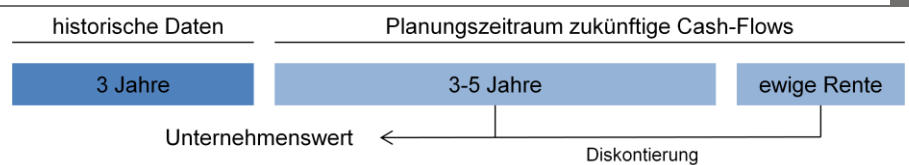
- das Discounted-Cash-Flow- (DCF) Verfahren,
- das Multiplikatorverfahren und
- das Venture-Capital-Verfahren.³¹

Die genannten Methoden unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Strategie sowie ihrer Datengrundlage und werden im Folgenden kurz erläutert:

Beim DCF-Verfahren wird der Unternehmenswert als Barwert aus künftigen Cash-Flows und einem unternehmensspezifisch adjustierten Diskontierungszins berechnet. Dabei werden die Cash-Flows in einer Detailplanungsperiode und einer Periode mit ewiger Rente auf Basis von historischen Unternehmensdaten geschätzt.³² Die geringe Datenverfügbarkeit bei Start-Ups erschwert die Schätzung zukünftiger Cash-Flows sowie das Festlegen eines angemessenen Diskontierungszinssatzes und erhöht entsprechend die Komplexität des Bewertungsverfahrens.³³

DCF-Verfahren

11

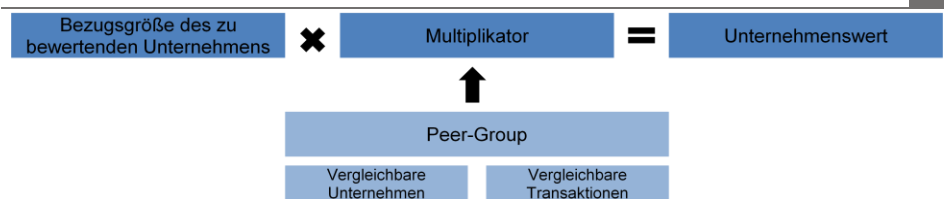


Quellen: Ernst & Young, Deutsche Bank Research

Im Rahmen des Multiplikatorverfahrens wird der Unternehmenswert anhand von branchen- oder unternehmensrelevanten Kennzahlen vergleichbarer Unternehmen oder anhand von Transaktionen ähnlich gearteter Unternehmen bestimmt.³⁴ Da Start-Ups oftmals ein innovatives bzw. individuelles Geschäftsmodell aufweisen, bleibt es eine Herausforderung, eine adäquate Peer-Group ausfindig zu machen. Ebenso sind operative Kennzahlen für die Unternehmensbewertung von Start-Ups aufgrund der eher frühen Unternehmensphase nur bedingt aussagekräftig.³⁵

Multiplikatormethode

12



Quellen: Ernst & Young, Deutsche Bank Research

Das in der Praxis von VC-Gesellschaften primär genutzte VC-Verfahren stellt eine Kombination aus DCF-Verfahren und Multiplikatormethode dar und versucht, beschriebene Probleme der Unternehmensbewertung von Start-Ups zu beheben. Wichtige Einflussfaktoren dieser Methode sind der Liquiditätsbedarf des Start-Ups, die Zeit bis zum Verkauf der Unternehmensanteile (Exit), die Renditeerwartungen der Investoren sowie der erwartete Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Exits. Da das VC-Verfahren ebenfalls auf Schätzungen zukünftiger

³¹ Vgl.: Ernst & Young (2013). Bewertungsmethoden von Start-Up Unternehmen.

³² Auf eine Differenzierung zwischen Entity- und Equity-Ansatz wird an dieser Stelle verzichtet.

³³ Vgl.: Ernst & Young (2013). Bewertungsmethoden von Start-Up Unternehmen.

³⁴ Auf eine Differenzierung nach Multiplikatoren für verschiedene Branchen sowie Equity- und Entity-Multiples wird an dieser Stelle verzichtet.

³⁵ Vgl.: Ernst & Young (2013). Bewertungsmethoden von Start-Up Unternehmen.

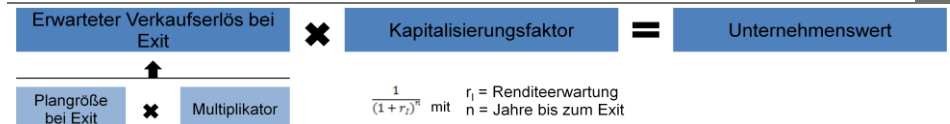


Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

ger Unternehmensentwicklungen angewiesen ist, bleibt es ebenso annahmehaftet wie das DCF- oder das Multiplikatorverfahren.³⁶

VC-Verfahren

13



Quellen: Ernst & Young, Deutsche Bank Research

Risiko: Unternehmen kommunizieren einen zu hohen Unternehmenswert

Aufgrund der vielen theoretischen Annahmen, die bei den unterschiedlichen Bewertungsmethoden getroffen werden, kann ein Interessenskonflikt bei einer unternehmenseigenen Bewertung nicht ausgeschlossen werden. Es besteht also durchaus die Gefahr, dass einigen potenziellen Investoren ein zu hoher Unternehmenswert kommuniziert wird, um erfolversprechende Investitionsperspektiven vorzutauschen und um höhere Finanzierungsbeträge erreichen zu können.³⁷ Um dem entgegenzuwirken, sollte eine intensive Prüfung des Unternehmenswertes seitens des Investors oder der Crowdfunding-Plattform vorgenommen werden. Es bleibt die Frage, inwiefern derartige Informationsasymmetrien in der Unternehmensbewertung behoben werden können. Eventuell könnte hier ein international geltendes Gütesiegel die notwendigen vertrauensschaffenden Signale liefern.

Investoren und individuelle Risikowahrnehmung

Mangelndes Risikobewusstsein

Eine Evaluation der Unternehmenswerte wird nur von wenigen Crowdfunding-Plattformen aktiv durchgeführt, weil sie davon ausgehen, dass dies durch den öffentlichen Diskurs der Crowd (z.B. in Foren) bereits geschieht. Entsprechend weisen die Plattformbetreiber in Ihren Allgemeinen Geschäftsbedingungen darauf hin, dass keine umfassende Prüfung der Unternehmensinformationen stattfindet.³⁸ Ob die Crowd bzw. ein einzelner interessierter Investor sämtliche Aspekte der Unternehmensbewertung sowie die Chancen, Risiken und Komplexität einer Investition vollkommen nachvollziehen kann, bleibt zu bezweifeln.

Viele Investoren sind keine professionellen Anleger

Zum einen sind Anleger im relativ jungen deutschen Crowdfunding-Markt meistens keine professionellen Anleger, weshalb sie verfügbare Informationen eher falsch einschätzen könnten.³⁹ Zum anderen zeigt ein aktueller Finanzierungsrekord, bei dem EUR 250.000 in nur 7 Stunden und 18 Minuten eingesammelt wurden, dass Investitionsentscheidungen beim Crowdfunding in äußerst kurzer Zeit getroffen werden. Die ersten EUR 50.000 wurden sogar in nur 38 Minuten eingesammelt.⁴⁰ Es drängt sich die Frage auf, inwiefern in dieser kurzen Zeitspanne eine adäquate Bewertung und Kalkulation aller Chancen und Risiken durchführbar ist? Finanzierungsangelegenheiten sind meist geprägt durch Komplexität, Risiken und Unsicherheit. Risiken können sicherlich nach eingehender Prüfung mit gewissen Eintrittswahrscheinlichkeiten abgeschätzt und berechnet werden, die schwarzen Schwäne hingegen bleiben unberechenbar.

Evaluationen der Investitionen bleiben eine Herausforderung

Eine detaillierte Evaluation der Investitionsmöglichkeit durch den gewissenhaften Investor ist in dieser kurzen Zeitspanne wohl kaum möglich. Ein Bewusstsein für die hohen Risiken kann eigentlich noch nicht angemessen ausgeprägt sein, da es in der kurzen Geschichte des Crowdfunding in Deutschland biswei-

³⁶ Vgl.: Ernst & Young (2013). Bewertungsmethoden von Start-Up Unternehmen.

³⁷ Vgl.: Meschkowski, A.: und Wilhelmi, F. (2013). Investorenschutz im Crowdfunding. Betriebs-Berater 24.2013.

³⁸ Siehe hierzu bspw. <https://www.seedmatch.de/agb> Rn 3.2.

³⁹ Vgl.: Klöhn, L. und Hornuf, L. (2012). Crowdfunding in Deutschland. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 24(4).

⁴⁰ <http://www.vc-magazin.de/news/maerkte-zahlen/item/2564-crowdfunding-in-rekordzeit-bei-secucloud>.



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

len lediglich sieben Insolvenzen von über die Crowd finanzierten Unternehmen gegeben hat. Insolvenzen wurden verstärkt seit Beginn dieses Jahres bekannt.⁴¹

Das entspricht bei 116 erfolgreichen Crowdfunding Projekten (Stand Ende 2013) einer Ausfallquote von 6%. Gemäß des KfW/ZEW Gründungspanels scheidet jedoch nahezu jedes dritte Start-Up binnen der ersten vier Geschäftsjahre,⁴² weshalb das Insolvenzrisiko bei üblichen Laufzeiten im Crowdfunding von drei bis zehn Jahren⁴³ der Beteiligungen nicht zu unterschätzen ist.⁴⁴ Zudem kann in der Regel die Beteiligung nicht vorzeitig veräußert oder gekündigt werden.

Es bleiben hohe Bewertungskomplexitäten sowie Fragen zum Anlegerschutz

Länderspezifische regulative Anforderungen an Investoren

14

USA:

Innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten darf die Investitionshöhe von USD 2000 oder 5% des Nettojahreseinkommens bzw. -vermögens (falls <USD 100.000) USD 100.000 oder 10% des Nettojahreseinkommens bzw. -vermögens (falls ≥USD 100.000)

nicht überschritten werden. Zudem muss ein Investor beim Tätigen seiner Investition bestätigen, dass er die Risiken der Investition versteht und er einen Totalverlust erleiden kann.

UK:

Crowdfunding-Investitionsmöglichkeiten dürfen ausschließlich professionellen Anlegern, erfahrenen Investoren, die dies in einer Selbstauskunft bestätigen, und Investoren mit großem Privatvermögen angeboten werden.

Deutschland:

Es kann jede unbeschränkt geschäftsfähige Privatperson beim Crowdfunding partizipieren.

Quellen: SEC, FCA, Deutsche Bank Research

Angesichts der aufgezeigten Komplexität der Investitionen im Crowdfunding und der gängigen Praxis kristallisiert sich die Frage heraus, ob die Investoren aus der Crowd das zugrundeliegende Risiko einer Investition anhand der kommunizierten Unternehmensbewertung und weiteren Informationen stets korrekt einschätzen und tragen können. Diese Problematik wird auf internationaler Ebene unterschiedlich gehandhabt. Während in Deutschland jede unbeschränkt geschäftsfähige Privatperson sich in Form von Crowdfunding an Start-Ups beteiligen kann, ist der Zugang bzw. die Beteiligungshöhe in anderen Ländern aus Anlegerschutzgründen begrenzt.

In den USA bspw. wird Crowdfunding durch den 2012 in Kraft getretenen „Jumpstart Our Business Startups Act“ in einem eigenen Abschnitt, dem „Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act“ (CROWDFUND-Act), reguliert und untersteht aufsichtsrechtlich der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC (Securities and Exchange Commission). Die Regulierung besagt, dass die Anlagesumme, welche die Investoren beim Crowdfunding hochriskant investieren dürfen, anteilig am Jahreseinkommen bemessen wird und vor zu hohen Risiken schützen soll. Weiterhin kann das Einsammeln von Geldern ausschließlich über registrierte Broker oder Plattformen durchgeführt werden. Hierdurch sollen Investoren vor betrügerischen Handlungen seitens der Plattformen geschützt werden. Broker und Plattformen müssen vor einer möglichen Investition eine Bestätigung des Investors einholen, dass er die Risiken (s)einer Investition (Liquidität der Anteile, Unternehmensrisiko bei Start-Ups und insbesondere die Gefahr eines Totalverlustes) verstanden hat. Eine Neuerung der Regulierung der Crowdfunding-Infrastruktur mit dem Ziel, den Zugang kleiner Unternehmen bzw. Start-Ups zu Kapital zu erleichtern, wurde jüngst durch die SEC zur Diskussion gestellt. Die vorgeschlagenen Neuerungen betreffen allerdings primär die Regulierung der Plattformen und beinhalten keine Veränderung der Anforderungen an Investoren.⁴⁵

Im Vereinigten Königreich hingegen ermöglicht die Financial Conduct Authority (FCA) seit Beginn des Jahres lediglich professionellen Anlegern, erfahrenen Investoren oder wohlhabenden Personen den Zugang zum Crowdfunding. Entsprechend dürfen Crowdfunding-Plattformen Investitionsmöglichkeiten ausschließlich Investoren anbieten, die die entsprechenden Kriterien erfüllen. Erweiternd schlägt die FCA zusätzliche Einschränkungen vor. Plattformen müs-

UK: Nur professionelle, erfahrene und wohlhabende Anleger

⁴¹ Vgl.: Süddeutsche Zeitung (2014). Das Geld der Menge vom 11.03.2014 und <https://www.seedmatch.de/startups/foodiesquare>.

⁴² Vgl.: KfW/ZEW (2013). Gründungspanel Jg. 6.

⁴³ Vgl.: Cassala, C. (2013). Faktencheck Crowdfunding. VentureCapital Magazin Sonderausgabe Jg. 9.

⁴⁴ Als Beispiele für Gründe eines Scheiterns von Start-Ups können ein schlechtes Management, mangelhafte Liquiditätsplanung, ein nicht ausgereifter Business-Plan und das Scheitern des Geschäftsmodells genannt werden.

⁴⁵ Vgl.: Securities Exchange Commission (2013). Jumpstart Our Business Startups Act – Crowdfunding Rules Proposal.



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

sen vor einem Angebot der Investition eine Bestätigung darüber einholen, dass Investoren eine der Anlagemöglichkeit entsprechende Beratung von einer autorisierten Person in Anspruch nehmen oder dass sie nicht mehr als 10% ihres Portfolios in diese Anlageform investieren. Letztere Restriktionen sind seitens der FCA bisher lediglich als Vorschläge formuliert und können aktuell kommentiert werden.⁴⁶ Beide länderspezifischen Regeln zeigen, dass (zu) hohe Risiken für Investitionen von Privatpersonen erkannt wurden und Regulierungsbestrebungen existieren, um Anleger zu schützen. Eine kontroverse Debatte zu dieser Thematik wäre auch zwischen den betreffenden Akteuren und den regulierenden Behörden zu begrüßen. Bisher besteht ein regulatorisches Ungleichgewicht zwischen einigen Anlageformen und dem Crowdfunding. In der Literatur gibt es bereits Vorschläge zur Verbesserung des Investorenschutzes. Diskutiert werden u.a. das Einführen eines Investoren-Eignungstests oder eine umfassendere Publizitätspflicht für Unternehmen.⁴⁷

Regulatorisches Ungleichgewicht der Investitionsformen

15

Börsenlisting und Aktieninvestition	Crowdfunding
<p>Unternehmen (Listing Prime Standard):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bei Aktienemission durch IPO oder Kapitalerhöhung besteht eine Prospektspflicht (§1 Abs. 1 WpPG*) - Aufgrund der Kapitalmarktorientierung müssen Unternehmen Jahresabschlüsse nach IFRS erstellen (§315a HGB**) - Die Publizitätspflichten erhöhen sich bei einem Listing aufgrund der Anforderung der Dt. Börse sowie des Regulierers deutlich (bspw. Ad-Hoc Publizität, Unternehmenskalender und Quartalsberichterstattung) 	<p>Unternehmen (Einwerben von Finanzmitteln):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Erstellung Projekt-/Unternehmensinformationen (Finanzdaten, Präsentationsvideo etc.) - Regelmäßig keine Prospektpflicht (allerdings abhängig von der Beteiligungsform) - Vertragliche Informationspflicht der Investoren (oftmals Gewinnmitteilung und Geschäftsbericht aus dem Bundesanzeiger)
<p>Anlageberatung bzw. -vermittlung:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Es dürfen ausschließlich sachkundige Mitarbeiter die Beratung und Vermittlung durchführen (§1 Abs. 1 WpHGMaAnzV**) - Bei Beratung muss ein detailliertes Beratungsprotokoll erstellt werden (§34 Abs. 1 WpHG****) - Die Verhaltenspflichten sind gesetzlich geregelt, sodass immer im Interesse der Kunden gehandelt werden muss und diese angemessen zu informieren sind (§31 WpHG) 	<p>Crowdfunding-Plattform:</p> <p>Crowdfunding-Plattformen weisen explizit darauf hin, dass sie keine Anlageberatung oder -vermittlung vornehmen. Es bestehen deshalb auf Seiten der Plattformen keine Dokumentationspflichten im Sinne eines Beratungsprotokolls oder eine Verpflichtung zum Handeln im Interesse des Investors.</p> <p><small>* Wertpapierprospektgesetz ** Handelsgesetzbuch *** Verord. über d. Einsatz von Mitarbeitern in d. Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte oder als Compliance-Beauftragte und über d. Anzeigepflichten nach § 34d des WpHG **** Wertpapierhandelsgesetz</small></p>

Quelle: Deutsche Bank

6. Fazit

Trend, kein Hype

Das Crowdfunding ist kein Hype, sondern eine trendhafte Bewegung, die aber noch in den Kinderschuhen steckt. Viele Aspekte hinsichtlich Funktionsweisen, Chancen, Risiken, aber auch Kontrolle oder Regulierung sind aufgrund mangelnder Erfahrungen, Statistiken und Historie (noch) unzureichend erforscht. Trotz des (noch) bescheidenen Crowdfunding-Volumens gilt das auch für dessen Rolle im (internationalen) Finanzsystem, die einer weiteren Analyse bedarf.

Digitaler Strukturwandel als Treiber der Bewegung

Jedoch werden sich die alternativen Finanzierungsmöglichkeiten von Projekten oder Unternehmen durch und über moderne Internettechnologien mehr und mehr viral verbreiten und etablieren. Vor allem wird die Bewegung getrieben durch die sich beschleunigende Durchdringung der Digitalisierung in alle möglichen Lebensbereiche sowie aufgrund des stärker werdenden Wunsches vieler Menschen nach Mobilität, Partizipation und Interaktion.

Nicht zuletzt wird durch die Crowdfunding-Bewegung auch einem, nicht nur auf nationaler Ebene stattfindenden, Engpass entgegengewirkt: Dem Mangel an liquiden Mitteln für Entrepreneure in Frühfinanzierungsphasen.

⁴⁶ Vgl.: Financial Conduct Authority (2013). The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities).

⁴⁷ Vgl.: Meschkowski, A. und Wilhelmi, F. (2013). Investorenschutz im Crowdfunding. Betriebs-Berater 24.2013.



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

Crowdfunding als alternative und/oder komplementäre Finanzierung

Um bestehende Finanzierungslücken insbesondere in den frühen Phasen der Unternehmensgründung zu schließen, bieten Crowdfunding-Plattformen zusätzliche, attraktive Finanzierungsquellen. Das Einsammeln von liquiden Mitteln durch die Crowd wird entweder als alternative oder als komplementäre Finanzierungsart zu klassischen Kapitalquellen genutzt. Ein weiteres Indiz für die zunehmende Popularität sowohl bei Investoren als auch bei Projektinitiatoren bzw. Unternehmen sind jüngst veröffentlichte Wachstumswahlen des Marktvolumens insgesamt, speziell aber im Bereich der Unterkategorie Crowdinvesting.

Daher ist es zwingend notwendig den Begriff Crowdfunding differenzierter zu diskutieren. Die Heterogenität der Bewegung zeigt sich insbesondere in den diversen Nutzergruppen, den zum Teil vielschichtigen Risiken, dem Komplexitätsgrad sowie dem Zweck der Finanzierung. Vor allem muss unterschieden werden zwischen Finanzierungstypen, die auf finanzielle Renditen abzielen und jenen, die ohne finanzielle Renditen und somit risikoärmer Kapital durch die Crowd einsammeln.

Erfolgsstory für die Crowd-Bewegung aus den USA

16

Als Beispiel, wie eine aus Unternehmenssicht erfolgreiche Initialfinanzierung mit Hilfe der Crowd durchgeführt werden kann, ist Oculus Rift zu nennen.

Die Finanzierung des Start-Ups verlief wie folgt:

1. Finanzierungsrunde (2012): USD 2,4 Mio. durch gegenleistungsbasiertes Crowdfunding (T-Shirts und Virtual-Reality-Brillen)
2. Finanzierungsrunde (2013): USD 16 Mio. durch Investoren
3. Finanzierungsrunde (2013): USD 75 Mio. durch einen VC-Fonds

Im März 2014 wurde schließlich die Übernahme der Start-Ups durch Facebook für USD 2 Mrd. bekanntgegeben. Die Crowd ging allerdings leer aus und kommentiert das Vorgehen dementsprechend kritisch.*

Da die Finanzierung der Crowd auf materiellen Gegenleistungen beruhte, partizipieren die Frühphaseninvestoren nicht an der lukrativen Übernahme durch ein großes digitales Ökosystem. Es stellt sich daher die Frage, ob sich diese Investoren ein weiteres Mal ohne Renditezielungsabsicht an einem Start-Up beteiligen würden.

*<https://www.kickstarter.com/projects/1523379957/oculus-rift-step-into-the-game/comments>

Neben den in den Medien oftmals (zu) stark in den Vordergrund gerückten positiven Argumenten der alternativen Kapitalbeschaffung besteht vor allem im Bereich des Crowdinvesting der Bedarf einer ausgewogenen und vor allem transparenten Diskussion. Insbesondere die Risiken, die komplexen Beteiligungsformen sowie die stark auf theoretischen und oftmals vereinfachten Annahmen basierenden Unternehmensbewertungen sind hier zu betonen.

Insbesondere im Bereich des Crowdinvesting bleibt die Frage, ob die Investoren bei gängiger Praxis ein angemessenes Bewusstsein für die bestehenden Risiken einer Beteiligung entwickeln können. Aufgrund der langen Beteiligungsdauer und der weitgehend noch unerforschten und jungen Investitionsform ist bisher nicht absehbar, ob die durch Crowdinvesting finanzierten Unternehmen genügend Liquidität generieren, um ihre Verbindlichkeiten mittel- bis langfristig aus eigener Kraft begleichen zu können. Für eine ausgewogene Analyse fehlen die notwendigen (erfolgreichen) Praxisfälle. Echte Erfolgsgeschichten auf Seiten der Investoren sind in Deutschland bisher noch nicht zu verzeichnen.⁴⁸

Die bisherige Diskussion und Beobachtung beschränkt sich vielmehr auf das erfolgreiche Einsammeln von Liquidität für die Unternehmen. Zudem bleibt abzuwarten, ob die Crowd-Finanzierungen eine Dimension erreichen, damit auch volkswirtschaftlich positive Spillover-Effekte resultieren, wie z.B. steigende Unternehmensgründungen und damit einhergehende positive Beschäftigungseffekte.

Grundsätzlich sind Anstrengungen hinsichtlich eines verbesserten Frühfinanzierungsmarktes für Start-Ups bzw. Entrepreneure zu begrüßen. Die Förderung dieser Entwicklung darf allerdings nicht ohne Reflexion der Risiken und der noch jungen Historie erfolgen. Einzelne Aspekte des Regulierungsrahmens der USA könnten sich auch für Deutschland als vielversprechend erweisen. Die Europäische Bankenaufsicht will gemeinsam mit der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde im laufenden Jahr prüfen, ob eine Regulierung der Crowdfunding-Aktivitäten auf europäischer Ebene notwendig erscheint.

Eine kürzlich durchgeführte Konsultation der Europäischen Kommission zeigt, dass die Mehrheit der Befragten einen angemessenen Anlegerschutz für notwendig hält. Ob der Konsultation regulatorische Handlungen folgen, bleibt abzuwarten. Zunächst schlägt die Kommission die Bildung einer Expertengruppe vor, um die Entwicklung des Crowdfunding zu verfolgen, etwaigen Regulierungsbedarf festzustellen und die Kommission bei der Ausarbeitung eines Gütezeichens zu beraten und mit Fachwissen zu unterstützen.⁴⁹ Einige Länder haben bereits

Weitere Regulierungen werden folgen

⁴⁸ Das Beispiel von Oculus Rift aus den USA könnte allerdings Hoffnungen der deutschen Crowdinvestoren wecken und der Bewegung zusätzliche Impulse verleihen.

⁴⁹ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_de.pdf.



Crowdfunding: Trübt die Euphorie das Risikobewusstsein?

Unzureichende Frühfinanzierungsquellen als volkswirtschaftliches Problem

individuelle Regulierungsmaßnahmen ergriffen. Daher bleibt zu hoffen, dass es nicht zu viele nationale Insellösungen geben wird, sondern Regulierungen und Standards verabschiedet werden, die auf europäischer Ebene, besser aber über Europa hinausgehend, gelten werden. Denn die Crowdfunding-Bewegung bzw. moderne Internettechnologien kennen keine Landesgrenzen.

Aus der Sicht (potenzieller) Gründer und Selbstständiger ist die unzureichende Versorgung mit Finanzierungsmitteln ein zentrales (volkswirtschaftliches) Problem und kann gerade bei finanzschwachen Gründern zu frühen Projektabbrüchen führen. Auch der Mangel an Expansions- bzw. Wachstumsfinanzierungen führt unter Umständen zu Schließungen bestehender Projekte und Unternehmen. Daher sind Anstrengungen der Crowdfunding-Bewegung aus volkswirtschaftlicher, insbesondere wachstumspolitischer Sicht durchaus zu begrüßen.

Thomas F. Dapp (+49 69 910-31752, thomas-frank.dapp@db.com)
Christoph Laskawi (+49 69 910-31924, christoph.laskawi@db.com)



Fokusthema Globale Finanzmärkte

- ▶ Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB (Aktuelle Themen) 10. Januar 2014
- ▶ Reform der OTC-Derivatemärkte: Erste erkennbare Wirkungen und offene Fragen (Aktuelle Themen) 18. September 2013
- ▶ Private Equity: In Zeiten monetärer Normalisierung (Aktuelle Themen) 8. August 2013
- ▶ Niedrigzinsumfeld und Banken: Was lehrt die Erfahrung japanischer Banken? (Aktuelle Themen) 16. Juli 2013
- ▶ Finanztransaktionssteuer: Nicht zielführend (Research Briefing) 25. März 2013
- ▶ Unternehmensanleihen in Europa: Wo stehen wir und wohin geht die Reise? (EU-Monitor) 11. März 2013
- ▶ Preisgestaltung im Retailbanking: Chancen für Kundenzufriedenheit & Profitabilität (Aktuelle Themen) 7. März 2013
- ▶ Die Zukunft des (mobilen) Zahlungsverkehrs: Banken im Wettbewerb mit neuen Internet-Dienstleistern (Aktuelle Themen) 5. Februar 2013
- ▶ Universalbanken: gut für Kunden und Finanzstabilität (Aktuelle Themen) 19. Dezember 2012

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

**Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com**

© Copyright 2014. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg