

Crowdinvesting als Finanzierungsalternative für kleine und mittlere Unternehmen

Schlüsselbegriffe: Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen, Social Networks, Mezzanine

Zusammenfassung: Crowdinvesting, also das Finden von vielen Eigenkapital-orientierten Kapitalgebern über eine Internet-basierte Plattform, ist eine relativ neue Möglichkeit für kleine Unternehmen, an Kapital zu gelangen. Dieser Beitrag untersucht auf Basis erster Daten für den deutschen Markt die Konditionen, zu denen solche Finanzierungen für Unternehmen abgewickelt werden, und diskutiert die Eignung von Crowdinvesting zur Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen. Es stellt sich heraus, dass derzeit nur sehr kleine Unternehmen per Crowdinvesting Kapital einsammeln, wobei die durchschnittliche Fundingsumme bei knapp 143.000 Euro und die durchschnittliche Anzahl an Investoren bei 238 liegt.

Crowd investing as an alternative for the financing of small and medium-sized businesses

Keywords: Funding of small and medium-sized businesses, social networks, mezzanine

Abstract: Crowd investing, i.e., the search for equity-oriented investors on an internet platform, has emerged recently as a means to finance small businesses. Using new data from the German market, this article analyzes the terms of such funding and discusses the suitability of crowd investing for the financing of small and medium-sized businesses. The findings show that only very small companies finance through crowd investing. In particular, the average funding sum is just under 143.000 Euro and the average number of investors is 238.

1. Einführung

Crowdfunding ermöglicht einer Vielzahl von Privatinvestoren über das Internet die direkte Beteiligung an Unternehmen. In Deutschland gibt es diese Finanzierungsform seit 2011. Um die beiden Parteien zusammenzuführen, treten Plattformen als Vermittler auf, indem sie die notwendige Infrastruktur zur Verfügung stellen. Gerade bei jungen Start-up-Unternehmen und innovativen Neugründungen, denen keine Möglichkeiten zur klassischen Kreditaufnahme offenstehen, hat Crowdfunding bereits große Popularität erlangt. Für Unternehmen in späteren Finanzierungsphasen, deren Bedarf an Kapital deutlich höher ist, stellt Crowdfunding bislang aber keine ernstzunehmende Finanzierungsalternative dar. Vor dem Hintergrund der zögerlichen Kreditvergabe von Banken bei risikobehafteten Projekten, die durch die Neuregelungen der Basel-Reformpakete noch verschärft wurde, könnte Crowdfunding dadurch immer mehr zur Finanzierungsalternative für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) werden.

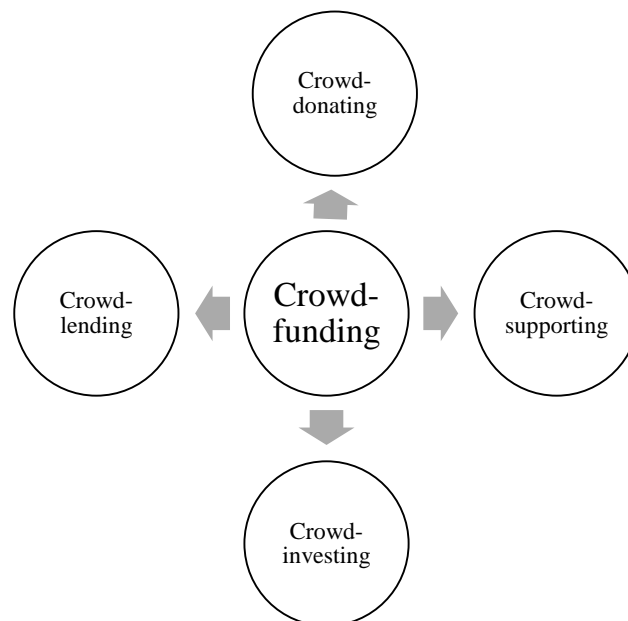
Da es sich beim Crowdfunding um ein noch sehr junges Phänomen handelt, liegt bisher nur wenig wissenschaftliche Literatur zu diesem Thema vor. Zu nennen wäre Beck (2012), der den Crowdfunding-Prozess im Hinblick auf Akteure, rechtliche Aspekte und Risiken darstellt und konkrete Forderungen formuliert, wie zukünftige Herausforderungen am Markt gemeistert werden können. Die juristischen Rahmenbedingungen des Crowdfundings erläutern Klöhn/Hornuf (2012), während Kortleben/Vollmar (2012) einen allgemeinen Überblick über das Phänomen im Kontext der Gründungsfinanzierung geben und Mäschle (2012) die Effektivität der Fundingmechanismen von Crowdfunding-Plattformen analysiert. Eine empirische Untersuchung des deutschen Crowdfunding-Marktes fehlt jedoch bisher. Dieser Beitrag soll in einer ersten empirischen Studie diese Lücke schließen.

Allgemein basiert das Konzept des Crowdfundings auf der Idee, von einer großen Menge an Menschen, der Crowd, finanzielle Mittel für Projekte einzusammeln (Beck, 2012, S. 15). Diese Idee ist an sich nicht neu und könnte streng genommen auch schlicht das Sammeln von Spenden durch karitative Einrichtungen meinen. Eine treffende Definition des Begriffes Crowdfunding liefern daher Belleflame et al. (2013, S. 7), die darunter einen öffentlichen Aufruf, meist über das Internet, für die Bereitstellung finanzieller Ressourcen – entweder in Form von Spenden oder im Austausch gegen das zukünftige Produkt bzw. eine andere Art von Belohnung und/oder Stimmrechte – verstehen.

So lässt sich generell Crowdfunding anhand der gewährten Gegenleistung in vier Grundtypen einteilen (Kaltenbeck, 2011, S. 9): dem Crowddonating, bei dem Geldgeber für ihren Beitrag

keinerlei Gegenleistung erhalten, sondern diesen spenden, dem Crowdsupporting, bei dem sie eine Belohnung nicht-monetärer Natur für ihren Beitrag erhalten, dem Crowdlending, welches ihnen Anspruch auf Rückzahlung und Verzinsung ihres Investitionsbetrages gewährt, und dem Eigenkapital-orientierten Crowdinvesting. Abbildung 1 verdeutlicht die vier Ausprägungsformen des Crowdfundings. Crowdinvesting liegt dann vor, wenn die Geldgeber im Gegenzug für ihre Investition am Unternehmen oder zumindest an seinen Gewinnen beteiligt werden. Dabei wird der Investor direkt am Eigenkapital beteiligt oder er erhält seine Erfolgsbeteiligung durch ein Eigenkapital-Substitut (Beck, 2012, S. 18). In aller Regel sind drei Parteien beteiligt: das kapitalsuchende Unternehmen bzw. eine eigens gegründete Zweckgesellschaft für eine Projektfinanzierung, die potentiellen Geldgeber und die Plattform. Die Geldgeber treten in großer Zahl auf und können sich schon mit geringen Summen partizipieren. Auch wenn für Unternehmen prinzipiell die Möglichkeit besteht, das Crowdinvesting über eine eigene Homepage abzuwickeln, so wird in den allermeisten Fällen eine Crowdinvesting-Plattform als Vermittler zwischen den beiden Parteien auftreten.

Abbildung 1: Die vier Ausprägungen des Crowdfundings



Die erste Plattform dieser Art war die US-amerikanische Seite ProFunder, die im Jahr 2009 freigeschaltet, 2011 jedoch schon wieder geschlossen wurde. In Europa folgten die ersten Crowdinvesting-Plattformen im Jahr 2010, unter anderem in der Schweiz, in England und in

den Niederlanden (Beck, 2012, S. 27). Vorreiter in Deutschland waren die beiden Mitte 2011 gegründeten Plattformen Seedmatch und Innovestment. Seitdem entwickelt sich der Markt sehr dynamisch.

Aus theoretischer Perspektive sind vor allem das Crowdlending und das Crowdinvesting von Bedeutung, da bei diesen beiden Formen – aus Sicht der Kapitalgeber – Investitionen mit erwarteten finanziellen Rückflüssen getätigt werden, die mit verschiedenen Agency-Problemen behaftet sein können. Ein aktueller Literaturüberblick zu beiden Gebieten findet sich in Moritz/Block (2013). Grundsätzlich handelt es sich beim Crowdfunding um ein Phänomen der Disintermediation, das heißt der Substitution eines Finanzintermediärs mit Selbsteintritt (bspw. eine Bank oder eine Venture-Capital-Gesellschaft) durch einen solchen ohne Selbsteintritt (die Plattform), so dass die Kapitalgeber und -nehmer sich direkt auf einem Kapitalmarkt begegnen. Klassischerweise wird die Existenz eines Finanzintermediärs mit dessen auf Grund von Skaleneffekten geringen Transaktionskosten begründet (Freixas/Rochet, 2008). Dennoch kann Crowdinvesting bei entsprechend effizientem Plattformdesign – gerade für Kleininvestoren – tatsächlich niedrigere Transaktionskosten als bei Intermediation (etwa durch einen Venture-Capital-Fonds) mit sich bringen. Dies liefert ein klares theoretisches Argument für die Existenz und Sinnhaftigkeit von Crowdinvesting (Beck, 2012).

Im Kontext von Crowdinvesting können nun mehrere verschiedene Agency-Probleme auftreten. So beschreiben Kortleben/Vollmar (2012) ausführlich elf verschiedene potenzielle Moral-Hazard-, Hold-up- und Adverse-Selection-Probleme zwischen den drei Parteien Investoren, Plattform und Unternehmen. Für die Überlegungen dieser Arbeit beschränken wir uns jedoch aus Übersichtlichkeitsgründen auf jene zwischen den Kapitalgebern und den Unternehmen, da diese die größte Bedeutung besitzen. Zunächst kann generell ein Adverse-Selection-Problem für die Investoren vorliegen, und zwar in dem Sinne, dass „gute Unternehmen“ es nicht nötig haben, per Crowdinvesting Kapital einzusammeln, da sie auch anderswo eine Finanzierung bekommen, und deshalb nur die „schlechten Unternehmen“ den Gang auf die Plattform antreten. Ein Moral-Hazard- und ein Hold-up-Problem könnte darin liegen, dass die Investoren die Handlungen des Managements des Unternehmens nicht genau überprüfen können bzw. für einige Jahre von diesem abhängig sind und kaum gegen zu hohe Gehaltszahlungen etc. vorgehen können. Doch auch in der anderen Richtung kann es zu Adverse Selection und Moral Hazard kommen, etwa in dem Sinne, dass die Unternehmen nicht die Zahlungsbereitschaft der potenziellen Investoren oder deren tatsächliche Absichten kennen. Dies kann dann etwa dazu führen, dass vorgeblich interessierte Investoren nur die Geschäftsidee oder den Busi-

nessplan genauer kennenlernen möchten, um anschließend davon für eine eigene Geschäftsgründung zu profitieren. Eine weitere, für diese Arbeit bedeutsame, finanzökonomische Theorie ist die Pecking-Order-Theorie, welche besagt, dass Unternehmen zunächst interne Eigenmittel, dann externes Fremdkapital und erst zuletzt externes Eigenkapital zur Finanzierung neuer Projekte präferieren (Myers, 1984). Angewandt auf die Ziel-Unternehmen des Crowdinvestings bedeutet dies Folgendes: Da die Unternehmen meist am Anfang noch gar keine Gewinne erzielen, können sie kaum eine Finanzierung aus internen Eigenmitteln vornehmen. Eine externe Finanzierung durch Banken ist aufgrund des hohen Risikos der Unternehmens-Cashflows häufig ebenso unmöglich, weshalb sie auf externes Eigenkapital angewiesen sind. Genau dieses (bzw. Eigenkapitalsubstitute) zu vermitteln, ist Aufgabe und Anspruch der Crowdinvesting-Plattformen.

2. Rechtliche und praktische Aspekte

Um die empirischen Daten des deutschen Marktes einordnen zu können, sollen vorab zunächst rechtliche und praktische Aspekte des Crowdinvestings in Deutschland diskutiert werden.

2.1. Prospekt-, Erlaubnis- und Verhaltenspflicht der Plattformen

Da es sich beim Crowdinvesting um eine sehr junge Form der Finanzierung handelt, gibt es dazu noch keine spezifischen gesetzlichen Regelungen. Vielmehr bilden die allgemeinen Regeln des Bank-, Kapitalmarkt-, sowie des Handels- und Gesellschaftsrechts den entsprechenden Rechtsrahmen (Klöhn/Hornuf, 2012, S. 246). Als zentraler Punkt hat sich dabei die Frage nach der Prospektspflicht herausgestellt, die in Deutschland durch das öffentliche Anbieten von Vermögensanlagen impliziert wird. Dies dient dem Anlegerschutz und wird – je nach Art der Beteiligung – durch das Wertpapierprospektgesetz bzw. das Vermögensanlagegesetz bestimmt.¹ Betroffen sind unter anderem Aktien, stille Beteiligungen und Genussrechte, also genau jene Finanzierungsformen, die beim Crowdinvesting mehrheitlich eingesetzt werden. Sowohl das WpPG als auch das VermAnlG sehen jedoch Ausnahmeregelungen für die Prospektspflicht vor.² So bleiben Kleinemissionen, deren Volumen 100.000 Euro innerhalb eines

¹ Vgl. § 3 Abs. 1 des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) und § 6 des Vermögensanlagegesetzes (VermAnlG).

² Vgl. § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 WpPG und § 2 Nr. 3 VermAnlG.

Zeitraums von 12 Monaten nicht überschreitet, von der Prospektpflicht ausgenommen. Die weiteren Ausnahmeregelungen einer Begrenzung auf maximal 20 Anteile oder eines Mindestpreises von 200.000 Euro je Anteil kommen für ein Crowdfunding nicht in Betracht. Prospektpflichtig ist letztendlich immer der Emittent der Beteiligungen, auch wenn ein Plattformbetreiber als Mittler auftritt (Begner, 2012, S. 5).

Das Problem liegt dabei nicht in der Erstellung des Prospekts an sich, sondern in den hohen damit verbundenen Kosten. Diese fallen gerade bei niedrigeren Emissionsvolumina, wie sie Start-up-Unternehmen häufig benötigen, stark ins Gewicht. So hält Beck (2012, S. 26) die Erstellung eines Prospekts erst ab einer Fundingsumme von mindestens 500.000 Euro für rentabel. Der Finanzierungsbedarf vieler Start-ups dürfte aber gerade im Bereich von 100.000 bis 500.000 Euro liegen.

Während einige die Anhebung der Freigrenzen zur Befreiung von der Prospektpflicht fordern (Klöhn/Hornuf, 2012, S. 259), kann diese faktisch durch die Ausgabe von partiarischen Nachrangdarlehen umgangen werden.

Weiterhin ist von zentraler Bedeutung für die Entwicklung des Crowdfunding-Marktes, welche Pflichten der Gesetzgeber den Plattformen auferlegt. Dies hängt davon ab, ob sie in ihrer geschäftlichen Tätigkeit als Finanz- bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen einzustufen sind. Nur dann sind sie an die Sorgfalts- und Organisationspflichten der §§ 31ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) gebunden. Diese beinhalten unter anderem die Auflage, den Investoren rechtzeitig verständliche Informationen über die ausgegebenen Finanzinstrumente zur Verfügung zu stellen und sie auf die damit verbundenen Risiken hinzuweisen. Außerdem hätte dies eine Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur Folge.

Durch die momentane Ausgestaltung der Geschäftsmodelle fallen fast aller Crowdfunding-Portale durch das Raster des bisherigen Bank- und Kapitalmarktaufsichtsrechts.³ Dies liegt unter anderem daran, dass sie nicht selbst als Treuhänder für das gesammelte Kapital fungieren, sondern den Zahlungsverkehr an Dritte auslagern. Außerdem erfüllen sie nicht die Voraussetzungen, die eine Einstufung als Betreiber von Emissions- oder Platzierungsgeschäften oder als Betreiber eines multilateralen Handelssystems zulassen würde (Klöhn/Hornuf, 2012, S. 249ff.). Zwar sollten die Plattformen schon allein aus wirtschaftlicher Sicht ein Interesse

³ Eine Ausnahme bildet die Plattform Bergfürst, die durch die Ausgabe von Aktien unter die Aufsicht der BaFin fällt.

daran haben, das Vertrauen der Investoren nicht zu missbrauchen; gesetzlich sind sie jedoch nicht dazu verpflichtet, die Investoren umfassend zu informieren oder auch noch nach Beendigung des Funding-Prozesses zu unterstützen.

2.2. Auswahlverfahren der Portale und Unternehmenswert

Auch wenn die Plattformen generell nicht zu einer sorgfältigen Vorauswahl der Crowdfunding-Projekte verpflichtet sind, so empfiehlt es sich für sie dennoch, möglichst nur erfolgversprechende bzw. seriöse Projekte zum Funding zuzulassen. Nur so kann die Plattform ihre Seriosität gewährleisten und sich erfolgreich am Crowdfunding-Markt etablieren. Grundlegende Anforderungen an Projekte sind daher unter anderem ein verständliches und zukunftsweisendes Geschäftsmodell, ein fertiges Produkt, ein ausgeprägtes Alleinstellungsmerkmal, eine bereits erfolgte Gründung als Kapitalgesellschaft und die Bereitschaft, die Geschäftsidee einem breiten Publikum vorzustellen. Darüber hinaus erheben einige Plattformen noch spezielle Kriterien, um sich auf ein bestimmtes Marktsegment zu fokussieren.

Um aussagekräftige Daten über die Bewerber zu sammeln, nutzen die Portale eigene Auswahlverfahren. Diese weisen in den meisten Fällen ein ähnliches Grundprinzip auf. Die größte deutsche Plattform Seedmatch verlangt nach einer Registrierung die Zusendung eines Executive Summary, um einen ersten Eindruck von der Geschäftsidee zu bekommen. Überzeugt diese, folgt als nächstes die Einsendung eines vollständigen Businessplans. Dieser wird einer Prüfung durch Experten auf Eignung und Potential des Geschäftskonzeptes unterzogen, welcher im Falle einer positiven Bewertung die Ausarbeitung der individuellen Vertragsdetails folgt. Nach Abschluss des Fundingvertrags folgt die Freischaltung der durch das Start-up vorbereiteten Präsentation des Unternehmens auf der Online-Plattform. Im Jahr 2012 kamen dabei bei Seedmatch auf jedes abgeschlossene Funding etwa 40 Bewerbungen (Klöhn/Hornuf, 2012, S. 245). Ähnliche Auswahlverfahren betreiben beispielsweise die Plattformen Innovestment, Companisto, Mybusinessbacker und Foundingcrowd. Das Fehlen einer intensiveren Due Diligence ist allerdings auch kritisch zu sehen, da dieses für Investoren ein nicht zu vernachlässigendes Risiko birgt.

Für die Teilhabe der Investoren am Wertzuwachs und am Gewinn des Unternehmens ist bei vielen Beteiligungsformen die anfängliche Unternehmensbewertung relevant. Durch sie wird der prozentuale Anteil der Einlage eines Investors am Gesamtwert des Unternehmens bestimmt, was wiederum die quantitative Grundlage für die Teilhabe an den Unternehmensge-

winnen während der Beteiligungsdauer sowie für die Partizipation an einer möglichen Steigerung des Unternehmenswertes darstellt.

Das Procedere zur Unternehmensbewertung wäre deshalb für Unternehmen und Investoren von großem Interesse. Tatsächlich legen die Plattformen dies aber nicht vollständig offen. Es kann allerdings angenommen werden, dass dabei die üblichen Verfahren, also hauptsächlich verschiedene Multiplikator- oder Discounted-Cashflow-Verfahren, zur Anwendung kommen. Grundsätzlich ist die Unternehmensbewertung für Außenstehende aber nur nachvollziehbar, wenn die zu Grunde gelegten Planzahlen im Rahmen der Projektvorstellung veröffentlicht werden.

2.3. Beteiligungsformen und deren Eigenschaften

Generell können Finanzierungsformen entweder dem Eigen- oder dem Fremdkapital zugeordnet werden. Darüber hinaus gibt es Finanzierungsinstrumente, die eine Zwischenstellung einnehmen und Merkmale von klassischem Eigen- und Fremdkapital vereinigen. Diese werden als Mezzanine oder hybride Finanzierungsformen bezeichnet (Portisch, 2008, S. 217) und umfassen eine Vielzahl an Ausgestaltungsmöglichkeiten, die jedoch alle gemein haben, nachrangig gegenüber klassischem Fremdkapital und vorrangig gegenüber „echtem“ Eigenkapital zu sein (Natusch, 2007, S. 23). Zusätzlich ist die Kapitalüberlassung zeitlich befristet und eine Strukturierungsmöglichkeit vorhanden, um den steuerlichen Abzug der Vergütung als Betriebsaufwand zu ermöglichen. Die vorhandene Flexibilität in Bezug auf Vertragskonditionen dürfte der Hauptgrund dafür sein, dass in der Praxis des Crowdinvestings in Deutschland fast ausschließlich hybride Finanzierungsformen zum Einsatz kommen (Beck, 2012, S. 81), wobei sich diese in ihrer Ausgestaltung auf stille Beteiligungen, Genussrechte und partiarische Nachrangdarlehen beschränken.⁴ Im Folgenden soll im Detail auf diese drei Finanzierungsformen eingegangen werden.

Stille Beteiligungen

Bei einer stillen Beteiligung stellt der Kapitalgeber dem Beteiligungsnehmer seine Einlage für einen bestimmten Zeitraum zur Verfügung, ohne nach außen hin in Erscheinung zu treten. Dadurch erwirbt er das nachrangige Recht, zwingend am Gewinn des Unternehmens teilzu-

⁴ Lediglich die Plattform Bergfürst bildet mit der Ausgabe von Aktien eine Ausnahme.

nehmen und das eingelegte Kapital am Ende der Laufzeit zurückzuerhalten. Da für das Zustandekommen einer stillen Beteiligung lediglich ein privatrechtlicher Vertrag zwischen dem Unternehmen und dem Kapitalgeber notwendig ist, stellt sie eine relativ unkomplizierte Variante der Kapitalaufnahme dar. Je nach Ausgestaltung des Vertrags kann es sich entweder um eine typische oder um eine atypische stille Beteiligung handeln. Während bei ersterer Variante eine Verlustbeteiligung gesellschaftsvertraglich ausgeschlossen werden kann, trägt der Kapitalgeber bei letzterer Form das unternehmerische Risiko mit; er nimmt also bis zur vollen Höhe seiner Einlage am Verlust des Unternehmens teil. Als Ausgleich dafür wird er am Vermögen des Unternehmens beteiligt, profitiert also auch von einer möglichen Wertsteigerung des Unternehmens (Lüpken, 2003, S. 105f. und Portisch, 2008, S. 224). Deshalb überwiegt in der Praxis des Crowdinvestings die atypische stille Beteiligung, da der Reiz des Crowdinvestings vor allem in der Möglichkeit einer hohen Steigerung des Unternehmenswertes der meist jungen Start-ups liegt. Auch die Informations- und Kontrollrechte lassen sich so gestalten, dass sie für ein Crowdinvesting mit typischerweise kleinen Investitionssummen geeignet sind. Generell werden beide Parteien eher daran interessiert sein, den (Klein-)Investoren zwar umfangreiche Informationen zur Entwicklung des Unternehmens zukommen zu lassen, ein ständiges Mitsprache- oder Stimmrecht jedoch auszuschließen.

Ein entscheidender Nachteil der atypischen stillen Beteiligung ist, dass bei Fundingsummen über 100.000 Euro die bereits erwähnte Prospektspflicht zum Tragen kommt, welche zu nicht unerheblichen Mehrkosten führt.

Genussrechte

Bei Genussrechten handelt es sich um schuldrechtliche Ansprüche gegen die Gesellschaft auf Teilnahme am Gewinn oder Liquidationserlös, die der Kapitalgeber erwirbt, ohne Gesellschafter zu werden (Golland et al., 2005, S. 17). Diese haben üblicherweise eine Laufzeit von fünf bis zehn Jahren, nach deren Ablauf die Rückzahlung der Genussskapitaleinlage erfolgt. Ob die Genussrechte eher eigen- oder fremdkapitalähnlichen Charakter annehmen, hängt stark von der Ausgestaltung der Vertragsbedingungen ab. Hier ist eine hohe Flexibilität hinsichtlich Gewinn- bzw. Verlustbeteiligung, Laufzeit, Kündigung und Rückzahlungsmodalitäten gegeben. Mitgliedschaftsrechte, Verwaltungsrechte oder gar die Einräumung von Stimmrechten in Gesellschafterversammlungen bringt die Ausgabe von Genussrechten jedoch nicht mit sich. Selbst die Informations- und Kontrollrechte des Investors sind durch die lediglich schuld-

rechtlich begründeten Ansprüche gegen die Gesellschaft grundsätzlich eingeschränkt (Brokamp et al., 2008, S. 112ff.).

Die Crowdfunding-Portale, welche Genussrechte ausgeben, arbeiten mit standardisierten Verträgen, bei denen lediglich die projektspezifischen Konditionen – wie Höhe der Einlage, Verzinsung und Laufzeit – angepasst werden. In der Regel werden dabei eine Grundverzinsung sowie eine gewinnabhängige Zusatzverzinsung in Aussicht gestellt. Die Grundverzinsung ist dabei allerdings keineswegs als sichere Basisverzinsung zu sehen.

Genussrechte beteiligen die Investoren nicht an einer Wertsteigerung des Unternehmens, da am Ende der Laufzeit lediglich die Einlage zurückgewährt wird, eventuell sogar vermindert durch die Verlustbeteiligung. Aus diesem Grund ist bei dieser Finanzierungsform keine Unternehmensbewertung nötig. Als nachteilig erweist sich aber auch hier die Pflicht zur Prospekterstellung bei Finanzierungsvolumina über 100.000 Euro.

Partiarische Nachrangdarlehen

Die dritte Finanzierungsform, das partiarische Nachrangdarlehen, erfreut sich im Crowdfunding seit dem Jahreswechsel 2012/2013 zunehmender Beliebtheit. Die Plattform Seedmatch bediente sich als erste dieser Finanzierungsform, um die Prospektpflicht zu umgehen und somit mehr als 100.000 Euro einzusammeln. Seit Beginn des Jahres 2013 nutzt auch das Portal Companisto die Vorteile des partiarischen Nachrangdarlehens.

Ein Nachrangdarlehen bezeichnet zunächst einen Kredit, dessen Ansprüche im Insolvenzfall hinter denen anderer Fremdkapitalgeber zurücktreten, die aber noch vor dem Eigenkapital bedient werden. Ob die Nachrangigkeit gegenüber allen oder nur bestimmten Gläubigern gilt, kann in der sogenannten Rangrücktrittserklärung vereinbart werden (Portisch, 2008, S. 223). Das Unternehmen hat jedoch Berichts- und Verhaltenspflichten gegenüber den Nachrangdarlehensgebern, um diesen ein transparentes Bild der finanziellen Lage des Unternehmens zu vermitteln (Golland et al., 2005, S. 18f.). Der Zusatz „partiarisch“ bringt zum Ausdruck, dass der Darlehensgeber über eine variable, gewinnabhängige Komponente am Gewinn des Unternehmens beteiligt wird. Eine Verlustbeteiligung wird dagegen vertraglich ausgeschlossen (Brokamp et al., 2008, S. 112).

Darüber hinaus können auch partiarische Nachrangdarlehen mit einem sogenannten „Kicker“ ausgestattet werden, der es dem Darlehensgeber ermöglicht, am Ende der Laufzeit oder bei Eintreten eines Exit-Ereignisses an Wertsteigerungen des Unternehmens teilzuhaben. Bei Verwendung eines „Equity Kickers“ erwirbt der Darlehensgeber einen Anspruch an der Wert-

steigerung des Eigenkapitals des Unternehmens. In der Praxis findet sich aber häufiger die Ausstattung mit einem „Non-Equity Kicker“. Hier wird der Anteil des Darlehensgebers an der Wertsteigerung des Unternehmens durch eine Einmalzahlung, die seiner Beteiligungsquote entspricht, abgefunden (Golland et al., 2005, S. 21f.).

Die größte deutsche Crowdfundingplattform Seedmatch hat das Renditepotential ihrer partiarischen Nachrangdarlehen übersichtlich dargestellt. Neben einem jährlichen Festzins von 1 % und einem gewinnabhängigen jährlichen Bonuszins bieten vor allem die Bonuszinsen am Ende der Beteiligung die wesentliche Renditechance. Diese werden entweder bei Kündigung (einmaliger Bonuszins basierend auf Umsatz bzw. dem EBIT im Jahr der Kündigung) oder beim Eintreten eines Exit-Ereignisses (Bonuszins gemäß Anteil am Unternehmenswert gemäß Verkaufserlös) fällig. Im Gegenzug besteht im Insolvenzfall das Risiko eines Totalverlusts des Investments. Für risikofreudige Investoren bieten partiarische Nachrangdarlehen dennoch eine reizvolle Anlagemöglichkeit. Vor allem durch den Wegfall der Prospektspflicht werden diese so zu einer vielversprechenden Finanzierungsform für das Crowdfunding.

2.4. Fundingmechanismen und Kosten

Nachdem das kapitalsuchende Unternehmen sich für eine Plattform und die zugehörige Beteiligungsform entschieden und das Auswahlverfahren durchlaufen hat, kommt es zum eigentlichen Funding. Detaillierte Informationen über das Unternehmen, die Geschäftsidee, Finanzkennzahlen und ggf. das Gründerteam werden auf dem Crowdfunding-Portal präsentiert und für potentielle Investoren freigeschaltet. Innerhalb eines festgelegten Zeitraums muss das Unternehmenskonzept nun genügend Investoren überzeugen, um den vorher festgelegten Mindestkapitalbedarf zu decken. Wird die sogenannte Fundingschwelle nicht erreicht, so kommt das Crowdfunding als Ganzes nicht zu Stande, und Investoren, die ihr Geld bereits zur Verfügung gestellt haben, bekommen dieses zurück. Der einzusammelnde Betrag ist nach oben durch das sogenannte Fundinglimit begrenzt. Bei sehr erfolgreichen Fundings kommt es daher immer wieder dazu, dass nicht alle Interessierten in das Projekt investieren können.

Die Crowdfunding-Plattformen müssen daher ein Auswahlverfahren festlegen. In der Praxis sind davon bislang zwei verschiedene anzutreffen, nämlich das First-come-first-served-Prinzip und eine Auswahl durch eine Auktion. Mäschle (2012) sieht bei ersterem den Umgang mit der nicht befriedigten Übernachfrage als zentrales Problem des derzeitigen Crowdfunding-Marktes, da dies keinen optimalen Verteilungsmechanismus darstellt. So werden

weder Investoren, die beim Zugang zu Informationen benachteiligt sind, geschützt noch wird eine möglichst breite Differenzierung der Investorenbasis gewährleistet, da sich frühzeitig agierende Kapitalgeber große Anteile am Unternehmen sichern können. Da also eine eventuell bestehende Übernachfrage keine Berücksichtigung findet, kann es auch nicht zu einer optimalen Preisbildung kommen.

Dieses Problem versucht das Fundingkonzept der Plattform Innvestment zu lösen, das in der Szene bisher einmalig ist und ein Auktionsverfahren beinhaltet. Auf diese Weise sollen die Einschätzungen aller Interessenten zusammengeführt und ein fairer Marktpreis der Beteiligungen ermittelt werden. Gleichzeitig kann so ein auf den Einschätzungen des Marktes beruhender Unternehmenswert bestimmt werden. Bei jeder Auktion werden vom Start-up zunächst der minimale und der maximale Kapitalbedarf, die maximale Anzahl auszugebender Anteile sowie ein Mindestpreis pro Anteil als Startpreis für die Auktion festgelegt. Außerdem wird die Anteilsgröße definiert, die den prozentualen Anteil am Unternehmen bestimmt. Hat die Auktion begonnen, so bringt der Innvestment-Auktionsmechanismus alle Gebote in eine Rangfolge, um den aktuellen Preis der Anteile festzulegen. Diese Rangfolge richtet sich zunächst nach der Gebotshöhe und dann nach dem zeitlichen Eingang des Gebots, wobei das geringste erfolgreiche Gebot den aktuellen Anteilspreis bestimmt. Zwar stellt dieses Auktionsverfahren sicher, dass keine Bewertung der Start-ups durchgeführt werden muss; ob die Bieter aber wirklich in der Lage sind, den Preis eines Start-ups angemessen einschätzen zu können, erscheint zumindest fraglich.

Für die kapitalsuchenden Unternehmen entstehen durch Crowdfunding Kosten. So erheben manche Plattformen Gebühren für die Aufnahme in das Listing, die unabhängig vom Erfolg des Projektes zu entrichten sind, während die Erfolgsprovision in Höhe eines gewissen Prozentsatzes (etwa 5 % bis 10 %) der Fundingsumme nur im Erfolgsfall an die Plattformbetreiber abzutreten ist. Des Weiteren fertigen einige Plattformen ein Rating für die kapitalsuchenden Unternehmen an und stellen dieses in Rechnung. Neben Diensten, die immer Bestandteil eines Crowdfundings sind (Präsentation, Vertragsgestaltung, Funding), finden sich auf manchen Plattformen weitere Angebote, die zusätzlich gebucht werden können, wie beispielsweise eine herausgehobene Positionierung des Projektes im Listing. Zu diesen Gebühren, die von der jeweiligen Plattform erhoben werden, kommen häufig noch solche für die Zahlungsabwicklung, die in der Regel von externen Anbietern übernommen wird. Diese werden jedoch nicht immer explizit angegeben.

3. Der deutsche Crowdfunding-Markt

Im Folgenden soll nun allgemein auf den deutschen Crowdfunding-Markt, seine Entwicklung sowie die aktuelle Wettbewerbssituation eingegangen werden, ehe im anschließenden Kapitel die dort unterstützten Unternehmen genauer untersucht werden.

3.1. Entwicklung des Marktvolumens

Tabelle 1: Fundingsumme (in Euro) in Deutschland im Zeitablauf

	Q4/11	Q1/12	Q2/12	Q3/12	Q4/12	Q1/13	Q2/13	Q3/13
#	5	6	10	14	12	19	14	17
Summe	449.250	519.634	897.625	1.262.000	1.103.660	2.134.825	3.750.325	3.029.585
<i>BL24</i>	0	0	0	0	0	176.300	0	111.900
<i>Comp.</i>	0	0	0	300.000	200.000	230.525	554.575	1.165.435
<i>Innov.</i>	100.000	219.634	86.625	362.000	303.660	195.000	180.000	71.000
<i>SM</i>	349.250	300.000	700.000	600.000	600.000	920.000	3.015.750	1.386.250
<i>andere</i>	0	0	111.000	0	0	613.000	0	295.000

Anmerkungen: #: Anzahl Transaktionen, BL24: Bankless24, Comp.: Companisto, Innov.: Innvestment, SM: Seedmatch

Der deutsche Crowdfunding-Markt ist seit seiner Entstehung im Jahr 2011 stark gewachsen. Zum Ende des dritten Quartals 2013 wurden bereits über 13 Millionen Euro bei insgesamt 97 Fundings gesammelt. Allein in den ersten drei Quartalen des Jahres 2013 wurden 8,3 Millionen Euro eingeworben, also doppelt so viel wie in 2012. Tabelle 1, in der das durch Crowdfunding gesammelte Kapital quartalsweise dargestellt ist, veranschaulicht die Entwicklung des deutschen Marktes. Generell kann eine im Zeitverlauf steigende Finanzierungssumme erkannt werden. So zeigt eine Längsschnittregression der quartalsweisen Finanzierungssummen aus Tabelle 1 einen Steigungskoeffizienten von 449.632 Euro pro Quartal auf, welcher bei einer t -Statistik von 5,31 ($df = 6$; $p = 0,0018$) hochgradig signifikant ist. Auffällig ist zudem, dass es im zweiten Quartal 2013 zu einem sprunghaften Anstieg des Marktvolumens kam. Dies lässt sich auf die gestiegenen Fundingsummen, ermöglicht durch den Einsatz partiarischer Nachrangdarlehen, zurückführen, die ab dem zweiten Quartal 2013 neue Dimensionen erreichten. Mit dem Gesamtvolumen stieg auch die Anzahl der abgeschlossenen Fun-

dings. Der leichte Rückgang des gesammelten Kapitals in Q3/2013 könnte jedoch auf eine erste Konsolidierungsphase hindeuten.

3.2. Wettbewerbssituation

Während Seedmatch die erste Plattform in Deutschland war, die im Jahr 2011 eine Crowdfunding-Finanzierung abgeschlossen hatte und die Mitte 2012 mit bis dahin 15 abgeschlossenen Transaktionen Marktführer war (Klöhn/Hornuf, 2012), nahm Innvestment mit einem Fokus auf eine ähnliche Zielgruppe, aber mit unterschiedlichen Plattform-Regularien, die Second-Mover-Position in diesem Markt ein. Mit steigendem Volumen erhöht sich auch die Attraktivität des Marktes für Neueinsteiger. Insgesamt hat die Zahl der aktiven Plattformen am Markt deutlich zugenommen, wobei diese in einer zunehmenden Marktdifferenzierung ihren Platz zu finden versuchen, wie es in stark wachsenden neuen Märkten üblicherweise der Fall ist. Waren Mitte des Jahres 2012 nur 15 Plattformen am deutschen Markt für Crowdfunding vertreten, so hat sich diese Zahl zum Ende des dritten Quartals bereits auf 28 erhöht, wobei einige Portale noch nicht aktiv sind.⁵ Vier davon fallen jedoch nur im weiteren Sinne in die Kategorie Crowdfunding, da meist nur Projekte mit einer begrenzten Laufzeit finanziert werden. Nachdem durch den gestiegenen Wettbewerb bereits einige Plattformen wieder geschlossen wurden, zeichnet sich eine zunehmende Marktdifferenzierung aus.⁶

Generell kann festgestellt werden, dass sich die Crowdfunding-Portale zunehmend auf bestimmte Nischen spezialisieren. Der Marktführer in Deutschland ist nach wie vor Seedmatch. Seit Aufkommen des Crowdfundings wurden 60 % des gesamten Finanzierungsvolumens über diese Plattform abgewickelt. Allerdings ist seit Beginn des Jahres 2013 eine zunehmende Verteilung der Marktanteile zu beobachten. Während die Jahre 2011 und 2012 von den drei großen Plattformen Seedmatch, Innvestment und Companisto dominiert wurden, gelang es den kleineren Portalen im ersten und dritten Quartal des Jahres 2013, zahlreiche Fundings erfolgreich zum Abschluss zu bringen. In Q3/2013 machten sie damit einen Marktanteil von 15 % aus. Seedmatch kam im gleichen Zeitraum nur noch auf einen Marktanteil von 45 %,

⁵ Dies sind neben den 21 von Crowdfunder24 (2013) angeführten Plattformen, von denen drei Ende 2013 nicht mehr aktiv sind, die folgenden, selbst recherchierten Plattformen: LHINKER, sunnycrowd, Welcome Investment, Crowdrange, Die Beteiligungsplattform, LightFin, econeers, GreenVesting, crowdEner.gy, Fundsters.

⁶ So will beispielsweise die Plattform Mybusinessbacker in Zukunft White Label-Portale individuell nach Kundenwunsch anlegen. Unternehmen können dadurch ihre eigene Crowdfunding-Website kreieren, um Kapital einzuwerben.

nachdem im vorangegangenen Quartal noch 78 % zu Buche standen, da offenbar ein Großteil des neu hinzugekommenen Geschäfts in Deutschland auch über neue Plattformen abgewickelt wurde. Als ein Beispiel hierfür sei die Plattform Bankless24 genannt, die sich auf bereits länger etablierte kleine Mittelständler (anstelle von Seed- oder Start-up-Unternehmen) spezialisiert hat und die diese Unternehmen auch tatsächlich mit neuen Transaktionen erreicht. Die genaue Aufteilung des Finanzierungsvolumens in den jeweiligen Quartalen auf die Portale zeigt ebenfalls Tabelle 1.

4. Empirische Analyse der bisher durch Crowdfunding finanzierten Unternehmen

Das starke Marktwachstum und die steigenden Fundingsummen untermauern die zunehmende Bedeutung des Phänomens Crowdfunding in Deutschland. Um jedoch das darin verborgene Potential besser einschätzen zu können, lohnt ein genauer Blick auf die Unternehmen, die bisher von einem Crowdfunding profitiert haben. Dies lässt Rückschlüsse auf die Frage zu, für welche Unternehmen Crowdfunding geeignet, und wie diese neue Art der Finanzierung in die verschiedenen Phasen der Unternehmensfinanzierung einzuordnen ist. Zudem soll untersucht werden, ob bestimmte Merkmale bei der Ausgestaltung des Crowdfundings Einfluss auf die erzielbare Fundingsumme oder auf die Anzahl der sich beteiligenden Investoren haben.

4.1. Datenbasis

Um dies empirisch zu untersuchen, wurden Daten über alle bisher auf den drei größten Crowdfunding-Plattformen Seedmatch, Companisto und Innovestment durchgeführten Projekte erhoben und ausgewertet.⁷ Diese wurden ausgewählt, da sie durch ihre breite Abdeckung grundsätzlich als repräsentativ für den deutschen Markt angesehen werden können und es dort ohne Probleme möglich war, die Daten abgeschlossener historischer Transaktionen direkt von den Internet-Seiten der Portale abzurufen. Zusätzlich wurden auch die von Bankless24 durchgeführten Projekte berücksichtigt, da sich dieses Portal auf mittelständische Unternehmen spezialisiert hat, was im Kontext dieser Arbeit von besonderem Interesse ist. Insgesamt um-

⁷ Der Zeitraum der Erhebung beginnt also mit Gründung der jeweiligen Plattform und endet am Ende des dritten Quartals 2013.

fasst der Datensatz 85 Unternehmen (Gesamtmarkt: 97 Unternehmen), die ein Fundingvolumen von 12.127.904 Euro (Gesamtmarkt: 13.146.904 Euro) auf sich vereinigen. Das entspricht knapp 93 % des seit Aufkommen des Crowdinvestings in Deutschland eingesammelten Kapitals, deckt also den Gesamtmarkt weitgehend ab. Für die Unternehmen wurden der Finanzierungsbedarf und die Anzahl der Investoren, die Mindestdauer der Kapitalüberlassung, die derzeitige Unternehmensphase sowie das Gründungsjahr, die Branchenzugehörigkeit und der Unternehmenswert erhoben. Insgesamt konnte von 50 der 85 Unternehmen die Bilanzsumme mit Hilfe des elektronischen Bundesanzeigers ermittelt werden. Da einige Unternehmen aber erst kürzlich gegründet wurden, liegt für sie noch kein Jahresabschluss vor. Die Umsatzzahlen des Jahres 2012 konnten direkt den Projektangaben der zuständigen Plattform entnommen werden. In zwei Ausnahmefällen wurde anhand der Verkaufszahlen des Jahres 2012 der Umsatz geschätzt. Die Unternehmensbewertung konnte den Projektdetails der Plattformen entnommen werden. Die Tabellen 2 und 3 zeigen deskriptive Statistiken der erhobenen metrischen und nominalen Daten.

Tabelle 2: Deskriptive Statistik der metrischen Daten

	#	Min.	Median	Max.	Durchschnitt	SA
Fundingsumme	85	41.000,00	100.000,00	1.000.000,00	142.681,22	136.459,40
Fundingschwelle	64	25.000,00	50.000,00	100.000,00	46.953,13	17.011,14
Erfolgsgrad (in %)	64	101,43	208,25	1.200,00	363,41	266,26
Fundinglimit	65	50.000,00	100.000,00	1.000.000,00	173.923,08	145.962,57
Investoren	81	11,00	177,00	892,00	238,06	205,18
Umsatz (2012)	39	0,00	82.000,00	1.194.000,00	220.928,34	333.750,41
Untern.bew.	63	500.000,00	1.497.000,00	12.500.000,00	1.796.837,63	1.577.287,44
Bilanzsumme	50	2.582,00	62.589,43	604.789,02	113.132,71	138.189,44
Mindestbet.dauer	85	2,00	4,00	12,00	4,86	2,20
Alter	85	0,50	2,50	12,50	2,79	1,63

Anmerkungen: #: Anzahl der Beobachtungen, Min.: Minimum, Max.: Maximum, SA: Standardabweichung

4.2. Finanzierungsbedarf und Zahl der Investoren

Einen zentralen Punkt für kapitalsuchende Unternehmen stellt die Frage nach der möglichen Höhe der Finanzierungssumme dar. Wegen der Prospektspflicht war das Crowdinvesting in

Deutschland bis zum Ende des Jahres 2012 auf maximal 100.000 Euro beschränkt. Dementsprechend ist dies der am häufigsten auftauchende Betrag. Insgesamt ergibt sich ein durchschnittliches Fundingvolumen von 142.681 Euro. In einer Betrachtung lediglich der Projekte, welche 2013 abgeschlossen wurden (Tabelle 4), zeigt sich ein klarer Trend hin zu höheren Fundingsummen. Hier liegt das durchschnittliche Fundingvolumen bei rund 200.000 Euro. Ein Welch-Zweistichproben-*t*-Test über beide Durchschnittswerte zeigt, dass die durchschnittliche Fundingsumme in 2013 bei einer *t*-Statistik von 3,74 ($df = 39,6$; $p = 0,0006$) signifikant höher ist als in den vergangenen Jahren.

Tabelle 3: Häufigkeitsverteilung der kategorialen Daten

<i>Funding</i>	Q4/2011	Q1/2012	Q2/2012	Q3/2012	Q4/2012	Q1/2013	Q2/2013	Q3/2013
#	5	6	8	14	12	12	14	14
<i>Gründung</i>	2001	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
#	1	1	4	6	18	27	25	3
<i>Branche</i>	Werbung	BT/MT	E-com.	EE	IT Marketing	Medien	Vers.	
#	1	1	19	5	45	3	10	1
<i>Plattform</i>	BL24	Comp.	Innov.	SM				
#	4	17	20	44				
<i>Phase</i>	Seed	Start-up	Wachstum					
#	18	61	6					
<i>Beteiligungsart</i>	GN	PD	SB					
#	4	35	46					

Anmerkungen: #: absolute Häufigkeit, Werbung: Außenwerbung, Werbeanlagen, BT/MT: Biotechnologie und Medizintechnik, E-com.: E-commerce, EE: Erneuerbare Energien, IT: IT, Software, Internet, Marketing: Marketing und Werbung, Medien: Medien und Telekommunikation, Vers.: Versicherungen, BL24: Bankless24, Comp.: Companisto, Innov.: Innovestment, SM: Seedmatch, GN: Genussrecht, PD: Partiarisches Darlehen, SB: Stille Beteiligung.

Diese Entwicklung wird von den beiden Plattformen Seedmatch und Companisto getragen, die mit dem partiarischen Nachrangdarlehen eine effiziente Lösung für hohe Fundingsummen anbieten. Tabelle 4 zeigt, dass der Trend zu größeren Fundingsummen durch die neuen Möglichkeiten des partiarischen Nachrangdarlehens ermöglicht wurde. Während die durchschnittliche Kapitalaufnahme auf der Plattform Innovestment, die nach wie vor Beteiligungen in

Form von stillen Beteiligungen ausgibt, 2013 im Vergleich zum Vorjahr nahezu gleich blieb (t -Statistik der Durchschnittswerte $-0,20$; $df = 8,3$; $p = 0,5764$), legte diese auf den Plattformen Seedmatch hoch signifikant (t -Statistik der Durchschnittswerte $3,96$; $df = 17,0$; $p = 0,0005$) und Companisto signifikant (t -Statistik der Durchschnittswerte $1,62$; $df = 11,0$; $p = 0,0667$) zu. Beide Plattformen stellten ihr Geschäftsmodell zu Beginn des Jahres 2013 komplett auf partiarische Nachrangdarlehen um.

Tabelle 4: Durchschnittliche Fundingsumme in 2011/2012 und in 2013.

	#	Minimum	Median	Maximum	Durchschnitt
Gesamt 2011/12	45	47.500,00	100.000,00	100.000,00	91.581,53
Gesamt 2013	40	41.000,00	159.242,00	1.000.000,00	200.168,38***
BL24 2013	4	50.900,00	68.650,00	100.000,00	72.050,00
Comp. 2011/12	5	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00
Comp. 2013	12	46.340,00	129.242,00	500.000,00	162.544,58*
Innov. 2011/12	14	47.500,00	83.107,00	100.000,00	76.565,64
Innov. 2013	6	41.000,00	75.500,00	100.000,00	74.333,33
SM 2011/12	26	56.000,00	100.000,00	100.000,00	98.048,08
SM 2013	18	100.000,00	250.000,00	1.000.000,00	295.666,67***

Anmerkungen: #: Absolute Häufigkeit, BL24: Bankless24, Comp.: Companisto, Innov.: Investment, SM: Seedmatch. *, **, *** bedeuten signifikant höhere Durchschnittswerte in 2013 auf einem 10 %, 5 % und 1 % Niveau.

Zudem wird diese Entwicklung durch die zunehmende Zahl von Anschlussfinanzierungen gestützt. In einer zweiten Finanzierungsrunde erhöht sich typischerweise der Kapitalbedarf der Unternehmen, die nun versuchen, in die Wachstumsmöglichkeiten ihres Geschäfts zu investieren. Allein auf der Plattform Seedmatch gab es im Jahr 2013 sieben solcher Anschlussfinanzierungen, bei denen jeweils bis zu 350.000 Euro akquiriert wurden.

Die durchschnittliche Anzahl von an einem Crowdfunding beteiligten Investoren beträgt, über den Gesamtzeitraum gesehen, 238. Auch hier zeigt sich in einer Längsschnittregression, dass sich über die untersuchten acht Quartale die durchschnittliche Anzahl an Investoren pro Unternehmen jedes Quartal um rund 44 Investoren hoch signifikant (t -Statistik: $5,93$; $df = 6$; $p = 0,0010$) erhöht hat. Dabei steuert jeder von ihnen einen durchschnittlichen Betrag von rund 614 Euro bei. Diese Zahlen weichen zwischen den verschiedenen Plattformen teilweise stark

voneinander ab. Da bei Innovestment schon die Mindestbeteiligung pro Investor bei 1.000 Euro liegt, ist hier die durchschnittliche Beteiligungssumme mit rund 2.953 Euro am höchsten. Hier erreicht ein Crowdfunding im Schnitt allerdings auch nur 26 Investoren. Größere Diversifikation herrscht bei Seedmatch und Companisto. Bei Seedmatch verteilt sich ein Crowdfunding auf durchschnittlich 234 Investoren, die sich mit jeweils rund 766 Euro beteiligen. Companisto weist mit im Schnitt 500 Geldgebern die breiteste Investorenbasis auf. Hier liegt das durchschnittliche Investment mit rund 289 Euro jedoch am niedrigsten. Für die Genussrechte auf Bankless24 stehen diesbezüglich leider keine Informationen zur Verfügung. Während, wie bereits erwähnt, die Anzahl der Investoren pro Projekt im Zeitverlauf deutlich gestiegen ist, kann keine signifikante Veränderung des durchschnittlich investierten Betrags pro Investor im Zeitverlauf festgestellt werden. Tatsächlich zeigt eine Längsschnittregression über den durchschnittlichen Betrag pro Investor sogar einen leicht abnehmenden Betrag von rund 32 Euro pro Quartal, welcher bei einer t -Statistik von $-0,43$ ($df = 79$; $p = 0,6682$) jedoch nicht signifikant ist. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die geringen Beträge pro Investor stark auf Privatinvestoren hindeuten; institutionelle Investoren würden deutlich höhere Beträge investieren. Dies ist konsistent mit den in Klöhn/Hornuf (2012) untersuchten Mikrodaten der Investoren der Plattform Innovestment.

4.3. Mindestdauer der Kapitalüberlassung und Alter

Für die Investoren ist es von Interesse, wie lange das Kapital auf den unterschiedlichen Plattformen gebunden wird. Darüber gibt Tabelle 5 Auskunft. So weisen zum Beispiel die stillen Beteiligungen auf Innovestment vergleichsweise kurze Laufzeiten auf. Sie enden bereits nach drei Jahren, allerdings nur, wenn die Investoren sich entscheiden, ihre stille Beteiligung zu kündigen. Der standardisierte Beteiligungsvertrag sieht dafür eine Kündigungsfrist von drei Monaten vor. Das Unternehmen kann die stillen Beteiligungen frühestens nach sieben Jahren aufkündigen. Eine sichere Planung ist jedoch nur in den ersten drei Jahren möglich, da danach jederzeit eine Kündigung durch die Investoren erfolgen kann.

Auch Seedmatch weist mit einem Durchschnitt von etwas über vier Jahren relativ kurze Mindestlaufzeiten auf. Die Laufzeiten werden hier jedoch individuell mit den Unternehmen abgesprochen und können bis zu sieben Jahre betragen. Bisher bevorzugen die auf Seedmatch finanzierten Unternehmen aber offensichtlich kürzere Beteiligungsdauern und nutzen die Gelder des Crowdfundings eher als Starthilfe.

Tabelle 5: Deskriptive Statistik der Mindestbeteiligungsdauer und des Alters nach Plattform

		Minimum	Median	Maximum	Durchschnitt
MBD	<i>BL24</i>	5	5	7	5,50
	<i>Comp.</i>	8	8	12	8,82
	<i>Innov.</i>	3	3	3	3,00
	<i>SM</i>	2	4	5	4,11
Alter	<i>BL24</i>	2,5	5,0	12,5	6,25
	<i>Comp.</i>	0,5	1,5	4,5	2,09
	<i>Innov.</i>	0,5	2,5	4,5	2,70
	<i>SM</i>	0,5	2,5	5,5	2,80

Anmerkungen: MBD: Mindestbeteiligungsdauer, BL24: Bankless24, Comp.: Companisto, Innov.: Innovestment, SM: Seedmatch

Die längsten Laufzeiten von durchschnittlich knapp neun Jahren finden sich auf Companisto. Durch die von der Plattform vorgegebene Mindestbeteiligungsdauer sind Laufzeiten von weniger als acht Jahren grundsätzlich ausgeschlossen. Auch das Projekt mit der längsten Beteiligungsdauer wurde auf Companisto durchgeführt. Kapital, das über die standardisierten Genussrechte von Bankless24 aufgenommen wurde, steht Unternehmen durchschnittlich fünfeinhalb Jahre zur Verfügung. Die Beteiligungsdauer bewegt sich dabei stets innerhalb einer Spanne von fünf bis sieben Jahren. Auch das Alter der Unternehmen, die sich zum Crowdfunding entschließen, wurde untersucht. Die Daten der Auswertung in den Tabellen 1 und 5 zeigen, dass das Durchschnittsalter der Unternehmen nicht einmal drei Jahre beträgt. So wurden 65 % der Unternehmen erst im Jahr 2011 oder später gegründet, sind also jünger als die Idee des Crowdfundings selbst. Lediglich sechs Unternehmen, die sich per Crowdfunding finanzierten, sind fünf Jahre alt oder älter. Die Fokussierung auf den deutschen Mittelstand, dessen Wachstumsfinanzierung sich Bankless24 zum Ziel setzt, impliziert, dass sich dieses Portal nicht auf Start-ups oder Unternehmen in der Seed-Phase konzentriert, sondern auf, im Vergleich zu den genannten, eher etwas größere Unternehmen, die zudem schon einige Jahre existieren. Dies wird auch anhand der Altersstruktur der finanzierten Unternehmen deutlich. Sie weist mit etwas über sechs Jahren das mit Abstand höchste Durchschnittsalter auf. Das durchschnittliche Alter der auf den anderen Plattformen finanzierten Unternehmen liegt signifikant (t -Statistik: $-2,85$; $df = 46,4$; $p = 0,0064$) darunter.

In einer Untersuchung, ob das Alter des Unternehmens Einfluss auf die gesamte Fundingsumme oder die Anzahl der beteiligten Investoren aufzeigt, können keine signifikanten Zusammenhänge dokumentiert werden; die t -Statistik einer univariaten Querschnittsregression für die Fundingsumme beträgt $-0,54$ ($df = 83$; $p = 0,5910$), die entsprechende t -Statistik für die Anzahl an Investoren beträgt $-1,63$ ($df = 79$; $p = 0,1060$). Ebenfalls kann kein signifikanter Zusammenhang zwischen der Mindestbeteiligungsdauer und der Fundingsumme bzw. der Investorenzahl festgestellt werden.

4.4. Unternehmensphase, Finanzierungsform und Branchenzugehörigkeit

Die meisten Plattformen richten sich mit ihrem Angebot vor allem an junge Start-up-Unternehmen. Durch ihre grundsätzliche Offenheit und die eingeschränkten Möglichkeiten, an Kapital zu kommen, scheinen junge Unternehmen am stärksten an dieser neuen Art der Finanzierung interessiert zu sein. Wie Tabelle 6 zeigt, zieht Crowdfunding tatsächlich überwiegend Unternehmen an, die gerade erst im Begriff sind, ihr Produkt auf den Markt zu bringen. Dies zeigt ein Blick auf die Unternehmensphasen, in denen sich die untersuchten Unternehmen zum Zeitpunkt des Fundings befanden. Mit 71,8 % machen Unternehmen in der Start-up-Phase fast drei Viertel aller Projekte aus. Unternehmen in der Seed-Phase, die der Start-up-Phase vorangeht, kommen nochmal auf 21,2 %. Nur 7,1 % der Unternehmen befanden sich zum Zeitpunkt des Crowdfundings bereits in der Wachstumsphase, waren also schon am Markt etabliert. Auffallend ist, dass vier der sechs Unternehmen in der Wachstumsphase ein Funding durch Genussrechte wählten. Dies mag seinen Grund darin haben, dass Unternehmen, deren Konzept sich bereits am Markt bewährt hat, eher Kapital zur Verfügung gestellt bekommen, das keine direkte Beteiligung am Unternehmenswert mit sich bringt. Bei Unternehmen in der Start-up-Phase werden in den ersten Jahren oft keine Gewinne vorhanden sein, sodass die Genussrechte für die Investoren ins Leere zu laufen drohen. Start-ups haben daher größere Erfolgchancen bei einer Crowdfunding-Runde, wenn sie auf partiarische Darlehen oder stille Beteiligungen zurückgreifen. Diese bieten, wie bereits in Abschnitt 2.3 erläutert, dem Investor eine Beteiligung am Unternehmenswert, die nicht direkt an die Jahresüberschüsse der ersten Jahre gekoppelt ist, sondern vor allem beim Eintreten eines Exit-Ereignisses rentabel wird.

Unternehmen in der Seed- oder Start-up-Phase greifen eher auf partiarische Darlehen und stille Beteiligungen zurück, während Genussrechte ausschließlich bei Wachstumsunterneh-

men Anwendung finden. Da die Erhebung nicht den kompletten Crowdfunding-Markt abdeckt, kommt es in der Praxis durchaus vereinzelt auch zu Finanzierungen von Start-up-Unternehmen mittels Genussrechten.

Tabelle 6: Häufigkeitsverteilung der Unternehmensphasen und der Beteiligungsart

		Beteiligungsart			Summe
		GR	PD	SB	
Phase	Seed	0 (0 %)	3 (3,5 %)	15 (17,7 %)	18 (21,2 %)
	Start-up	0 (0 %)	31 (36,5 %)	30 (35,3 %)	61 (71,8 %)
	Wachstum	4 (4,7 %)	1 (1,2 %)	1 (1,2 %)	6 (7,1 %)
	Summe	4 (4,7 %)	35 (41,2 %)	46 (54,1 %)	85 (100 %)

Anmerkungen: GR: Genussrecht, PD: Partiarisches Darlehen, SB: Stille Beteiligung

Im Hinblick auf die Fundingsumme zeigt sich in einer kategorialen Querschnittsregression (Referenzkategorie: Genussrecht), dass eine Ausgestaltung der Beteiligungsart durch ein partiarisches Darlehen zu einer signifikant (t -Statistik: 2,36; $df = 82$; $p = 0,0206$) höheren Fundingsumme um durchschnittlich 150.022 Euro führt, während eine Stille Beteiligungsform keine signifikante Änderung (t -Statistik: 0,26; $df = 82$; $p = 0,7949$) der Fundingsumme mit sich bringt. Im Hinblick auf die Unternehmensphase kann ebenfalls kein signifikanter Einfluss festgestellt werden. Eine Analyse der Anzahl der Investoren liefert vergleichbare Ergebnisse wie die Analyse der Fundingsumme, welche aus Platzgründen nicht einzeln aufgeführt werden.

Crowdfunding zeichnet sich unter anderem durch den Einsatz des Internets als Massenmedium aus und erreicht so eine nie dagewesene Dimension. Die herausragende Rolle des Internets bringt die Frage auf, ob in der Folge auch die Unternehmen, die sich über ein Crowdfunding finanzieren, eher internetaffin sind. Tatsächlich machen solche Unternehmen mit rund 75 % den größten Anteil der untersuchten Projekte aus, wie Tabelle 3 zeigt. Dazu zählt zum einen die Branche *IT, Software, Internet*, zum anderen Unternehmen aus dem Bereich *E-Commerce*, also vor allem Online-Marktplätze. Daneben entdecken aber auch zunehmend Unternehmen aus internetfernen Branchen die Möglichkeiten des Crowdfundings für sich. Bereits fünf Firmen aus dem Bereich *Erneuerbare Energien* entschieden sich für ein Crowdfunding. Auch die Branche *Biotechnologie und Medizintechnik* ist vertreten. Hinsichtlich der Fundingsummen gibt es keine signifikanten Auffälligkeiten. Lediglich die Branche *Er-*

neuerbare Energien fällt durch einen hohen Durchschnittswert auf, welcher allerdings dem Volumen von 1.000.000 Euro eines einzelnen Projektes geschuldet ist. Erwartungsgemäß unterscheiden sich die branchenspezifischen Anteile auf den unterschiedlichen Plattformen.

4.5. Umsätze, Unternehmenswert und Bilanzsumme

Beim Blick auf die jährlichen Umsätze, Bilanzsummen und Unternehmenswerte der abgeschlossenen Projekte wird klar, dass es Crowdfunding noch nicht in den Fokus der finanzstarken KMUs geschafft hat. Schon ein Blick auf die Bilanzsummen der untersuchten Unternehmen in Tabelle 2 legt die Vermutung nahe, dass sich Crowdfunding bisher noch auf Kleinstunternehmen beschränkt. Selbst der Maximalwert der Bilanzsumme von rund 605.000 Euro liegt noch weit entfernt von der Grenze von zwei Millionen Euro, die für eine Einstufung als kleines Unternehmen überschritten werden müsste. Die Bilanzsumme der meisten Unternehmen beträgt nur bis zu maximal 100.000 Euro, der Mittelwert liegt bei 113.133 Euro. Diese niedrigen Werte hängen mit der Tatsache zusammen, dass die Mehrzahl der Unternehmen nicht älter als drei Jahre ist. Solch junge Unternehmen haben große Investitionen in der Regel noch vor sich und verfügen noch nicht über große Posten an Aktiva. Verstärkt wird dieser Effekt durch den hohen Anteil von Unternehmen aus der Branche IT, Software und Internet, die mehr als die Hälfte aller untersuchten Unternehmen ausmachen. Anders als in kapitalintensiven Branchen (wie Anlagen- oder Maschinenbau) können hier Geschäftsideen schon mit relativ wenig Kapital umgesetzt werden und erfordern zudem häufig keine größeren Vermögenswerte. Folglich beträgt die durchschnittliche Bilanzsumme der Unternehmen aus dem Bereich IT auch nur 77.724 Euro.

Unabhängig von den niedrigen Bilanzsummen der untersuchten Unternehmen würde ein jährlicher Umsatz von mehr als zwei Millionen Euro – in Verbindung mit einer Mitarbeiterzahl größer als zehn – genügen, um bereits als kleines Unternehmen klassifiziert zu werden. Doch auch bei den Umsatzzahlen erreicht keines der Unternehmen diese Schwelle, sodass alle bisher durchgeführten Projekte in die Kategorie Kleinstunternehmen fallen. Selbst das umsatzstärkste Wachstumsunternehmen *Strandsandale* erreicht mit einem Umsatz von 1.194.000 Euro gerade einmal gut die Hälfte des Schwellenwerts. Durchschnittlich weisen die Unternehmen einen Umsatz von 220.928 Euro auf. Dieser Wert wird durch einige wenige Unternehmen mit Umsatzzahlen über 500.000 Euro angehoben. Als weiteres Kriterium zur Einschätzung des finanziellen Hintergrunds der Unternehmen kann der Unternehmenswert her-

angezogen werden. Wie oben erläutert, kommt eine Unternehmensbewertung nach den Maßgaben der das Projekt betreuenden Plattform zu Stande. Der durchschnittliche Unternehmenswert der durch Crowdfunding finanzierten Unternehmen liegt bei 1.796.838 Euro und bewegt sich in einer Bandbreite von 500.000 Euro bis 12.500.000 Euro.

Weder der Umsatz noch die Bilanzsumme haben einen signifikanten Einfluss auf die Fundingsumme bzw. die Anzahl an Investoren. Dagegen hat der Unternehmenswert einen direkten Einfluss sowohl auf die Fundingsumme als auch auf die Anzahl an Investoren. So weist eine univariate Querschnittregression des Unternehmenswertes auf die Fundingsumme eine hoch signifikante (t -Statistik: 12,01; $df = 61$; $p = 0,0000$) Steigung von 0,08 auf; eine entsprechende Regression auf die Anzahl an Investoren liefert ebenfalls eine hoch signifikante (t -Statistik: 3,84; $df = 61$; $p = 0,0003$) Steigung von $5,42 \cdot 10^{-5}$.

5. Diskussion der Eignung von Crowdfunding als Finanzierungsalternative für KMUs

Vor dem Hintergrund der empirischen Ergebnisse soll nun die Frage diskutiert werden, inwieweit die Finanzierung über die Crowd eine Alternative im Vergleich zu herkömmlichen Finanzierungsformen, etwa der Beteiligungsfinanzierung durch eine Venture-Capital-Gesellschaft oder der Aufnahme eines Business Angels als stillem Beteiligten, darstellen kann.

5.1. Einordnung in den Finanzierungszyklus

Im Laufe ihres Bestehens werden Unternehmen mit verschiedenen Herausforderungen konfrontiert, welche die Aufnahme von Kapital erfordern. Diese typischerweise nach einem bestimmten Muster auftretenden Finanzierungsanlässe erlauben es, unterschiedliche Finanzierungsphasen voneinander abzugrenzen. Zwar gibt es dafür kein allgemeingültiges Konzept, in der Literatur findet sich jedoch häufig die Einteilung in Early Stage (Frühphase), Expansion Stage (Wachstumsphase) und Later Stage (Reifephase) (Schefczyk, 2000, S. 22ff.). Jede dieser Phasen beinhaltet unterschiedliche Aufgaben, die sich dem Unternehmen stellen und mehr oder weniger risikobehaftet sind. In Folge dessen variieren auch der Kapitalbedarf des Unternehmens sowie die Verfügbarkeit möglicher Kapitalquellen. Die Early-Stage-Phase lässt sich noch einmal in Seed- und Start-up-Phase unterteilen. Teilweise findet sich darüber hinaus

noch die First-Stage-Phase als dritte Unterteilung. Die Seed-Phase umfasst alles, was zur Erstellung des Unternehmenskonzepts notwendig ist.

Bei einer Einordnung der Ergebnisse der empirischen Untersuchung in den Rahmen des Phasenfinanzierungsmodells wird deutlich, dass Crowdfunding also vor allem als Chance gesehen wird, die Frühphasenfinanzierungslücke junger, risikobehafteter Unternehmen zu schließen. Dafür spricht auch das niedrige Durchschnittsalter der Unternehmen von 2,79 Jahren. Der hohe Anteil an Start-up-Unternehmen (72 % der Gesamtheit) macht aber auch deutlich, dass Unternehmen, die kurz vor oder nach dem Markteintritt stehen, für ein Crowdfunding am geeignetsten erscheinen. Denn nur so kann eine Vielzahl von Einzelinvestoren vom Erfolgspotential der Idee überzeugt werden. Dessen ungeachtet wagen sich auch die ersten Unternehmen in der Wachstumsphase an eine Finanzierung durch ein Crowdfunding. Bisher waren dies jedoch nur einige wenige Projekte mit geringen Fundingsummen bis zur 100.000 Euro-Grenze. Das so gesammelte Kapital stellt wohl also nur eine von mehreren nötigen Finanzierungsarten dar, denn wie zuvor dargestellt, charakterisiert sich die Wachstumsphase durch einen gestiegenen Kapitalbedarf. Solange die durch Crowdfunding gesammelten Finanzierungsvolumina also nicht ansteigen, werden sie in der Expansion-Stage-Finanzierung weiter nur eine untergeordnete Rolle spielen.

5.2. Verfügbarkeit und Zugang zu Kapital

Die zentrale Einschränkung, die sich bei einer Finanzierung durch Crowdfunding bisher also ergibt, ist die begrenzte Summe an Kapital, die auf diese Art eingesammelt werden kann, d.h. in Deutschland meist Summen im niedrigen sechsstelligen Bereich. Dies liegt nicht mehr – wie in den Anfängen des Crowdfundings – nur an den Auswirkungen der Prospektspflicht, sondern es scheint die ungefähre Schranke zu sein, die durch die begrenzte Anzahl der auf den Plattformen registrierten Nutzer und das dementsprechend limitierte Kapital entsteht. Bei besonders vielversprechenden Projekten reicht das Potential in Deutschland aktuell aus, um Summen bis zu einer Million Euro zu erreichen. Über die Crowd können aber durchaus auch noch größere Summen zusammenkommen. Dies zeigt das weltgrößte Portal für Crowdfunding und Crowdfunding Kickstarter, über das zum Beispiel die neuartige Spielkonsole „Ouya!“ 8,6 Millionen Dollar einwarb (Lassak, 2013, S. 98). Ob solche Summen in Zukunft auch in Deutschland realistisch werden, bleibt abzuwarten.

Bis dahin kann Crowdfunding aber vor allem als Ergänzung zu anderen Finanzierungsformen eine Rolle spielen. Dies liegt vor allem daran, dass für Unternehmen, die noch in der Seed- oder Start-up-Phase stecken, der Zugang zu anderen Kapitalquellen sehr beschränkt ist. Wie oben erläutert, kommt dafür neben den meist ungenügenden Eigenmitteln vor allem die Unterstützung durch Business Angels in Frage. Die Mittel solcher wohlhabender Privatinvestoren reichen aber meist nur dazu aus, die Frühphasenfinanzierungslücken zu verringern, nicht aber um sie vollständig zu decken (Beck, 2012, S. 31). Schätzungen gehen dabei von einem Gesamtvolumen zwischen 300 und 450 Millionen Euro aus, die Business Angels in Deutschland jährlich investieren, wobei sie mit einer durchschnittlichen Beteiligungshöhe zwischen 100.000 und 150.000 Euro sehr nahe an den Fundingsummen des Crowdfundings liegen (Wallisch, 2009). Allerdings dürfte es oftmals sehr viel schwerer sein, einen solchen Privatinvestor für sein Unternehmen zu gewinnen.

Auch Venture Capital ist in der Frühphase der Unternehmensfinanzierung nur sehr schwer zugänglich. Im Jahr 2012 flossen lediglich 5,5 % der Venture-Capital-Gelder in Unternehmen in der Seed- oder Start-up-Phase. Das entspricht einem Volumen von rund 330 Millionen Euro, also nicht mehr als auch von Business Angels zur Verfügung gestellt wird. Gegenüber dem Vorjahr ging das Venture Capital für die beiden Phasen Seed und Start-up sogar um über 100 Millionen Euro zurück. Hinzu kommt die sehr geringe Erfolgsaussicht bei einer Anfrage nach Venture Capital. Von rund 41.500 Anfragen, die im Jahr 2012 beim Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften eingingen, bekamen nur 1.227 eine Finanzierungszusage.⁸ Das entspricht einer Erfolgsquote von rund drei Prozent. Ähnlich stehen die Chancen, einen Kredit von einer Bank zu erhalten. Junge Start-Ups tragen ein hohes Insolvenzrisiko in sich⁹ und können häufig nur unzureichende Sicherheiten bieten, um die Folgen für Fremdkapitalgeber in diesem Fall abzumildern. Deshalb ist die Verfügbarkeit von Bankkrediten in der Early Stage sehr gering. Diese Lücke können junge Start-ups durch Crowdfunding schließen.

Mit in der Regel 30 bis 60 Tagen weist der eigentliche Fundingprozess keine lange Dauer auf und liefert dem Unternehmen schnell Gewissheit, ob die Crowd bereit ist, das Konzept zu

⁸ Vgl. Jahresstatistik 2012 des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, www.bvkap.de.

⁹ So weist die Insolvenzstudie von Bürgel (2014) nach, dass im Jahr 2013 50 % aller insolventen Unternehmen 0 bis 6 Jahre alt waren, während sich die anderen 50 % unter Unternehmen verteilen, die älter als 6 Jahre waren.

finanzieren. Das Risiko dabei ist sehr gering, da signifikante Gebühren in der Regel nur in Form einer Erfolgsprovision berechnet werden.

Durch die geringe Mindestbeteiligungshöhe liegt die Wahrscheinlichkeit, dass einzelne Personen bereit sind, Geld zu investieren, sehr viel höher als zum Beispiel bei der klassischen Aufnahme eines Gesellschafters. Hier sind die Investitionssummen und damit auch das Risiko weit höher als beim Crowdfunding. Zwar existiert auch ein Markt für GmbH-Anteile, dieser ist jedoch fast ausschließlich auf Gesellschaftsanteile mit Kaufpreisen jenseits der 50.000 Euro-Marke begrenzt (Kortleben/Vollmar, 2012, S. 32). Der Vorteil des Crowdfundings liegt also gerade darin, dass das benötigte Kapital von einer Vielzahl von Investoren aufgebracht wird und die Plattformen die dafür notwendige Infrastruktur bereitstellen. Dabei gelingt es der Kapitalsuche über das Internet, den Zugang zu Mitteln zu ermöglichen, die sonst wohl gar nicht investiert worden wären.

5.3. Dauer der Kapitalüberlassung und Kosten der Kapitalaufnahme

Auch die Dauer der Kapitalüberlassung ist eine wichtige Frage, da vor allem neugegründete Unternehmen eine gewisse Anlaufzeit benötigen, bis erste Gewinne eingefahren werden können. Investoren, die als Gesellschafter in ein Unternehmen eintreten, stellen ihr in Form von Eigenkapital eingebrachtes Vermögen in der Regel auf unbegrenzte Dauer zur Verfügung. Die in der Gründungsfinanzierung häufiger auftretende Finanzierung durch Business Angels oder Venture Capital unterliegt jedoch immer einer zeitlichen Befristung. In der Literatur variieren die Angaben über die durchschnittliche Dauer solcher Beteiligungen. Lüpken (2003) nennt als typischen Zeitraum einer Venture-Capital-Bindung fünf bis acht Jahre. Auch für die Beteiligungsdauer bei Investments von Business Angels kann von ähnlichen Zeiträumen ausgegangen werden.

Crowdfunding steht den klassischen Finanzierungsformen der Gründungsfinanzierung hier in nichts nach. Die durchschnittliche Mindestbeteiligungsdauer beträgt – gemäß den Ergebnissen des empirischen Teils – knapp fünf Jahre. Prinzipiell sind aber auch wesentlich längere Laufzeiten denkbar. Diese frei zu vereinbaren, wird beispielsweise auf den Plattformen Seedmatch und Companisto durch individuelle Vertragsverhandlungen ermöglicht. Die längste Laufzeit der Erhebung etwa lag bei zwölf Jahren, ein durchaus beachtlicher Planungshorizont für ein junges Unternehmen. Crowdfunding stellt insgesamt hinsichtlich der Dauer der Kapi-

talüberlassung eine attraktive Finanzierungsalternative zu klassischen Finanzierungsformen dar.

Ebenfalls von entscheidender Bedeutung für das kapitalsuchende Unternehmen ist es, welche Transaktionskosten eine Finanzierungsart nach sich zieht, also welcher Anteil des eingeworbenen Kapitals überhaupt beim Unternehmen ankommt. Wie oben ausgeführt, sind andere Formen der Finanzierung, wie etwa die klassische Kreditfinanzierung, nicht verfügbar, weshalb die Kosten im Wesentlichen nur mit denen einer Venture-Capital-Finanzierung zu vergleichen sind. Dabei spielen sowohl quantifizierbare Kosten, wie zum Beispiel für die Eintragung ins Handelsregister oder die Abwicklung des Zahlungsverkehrs, als auch nicht quantifizierbare Kosten, wie sie bei der Suche nach Investoren entstehen, eine Rolle.

Die quantifizierbaren Transaktionskosten sind in der Regel sehr einfach ersichtlich. Alle größeren Plattformen verlangen im Erfolgsfall eine Provision, die zwischen 5 % und 10 % der Fundingsumme liegt. Bei alleiniger Betrachtung der quantifizierbaren Transaktionskosten erscheint Crowdfunding zunächst nicht sonderlich attraktiv. Gelingt es, den Finanzierungsbedarf mit Hilfe einer geringen Anzahl von Investoren zu decken, so liegen die Nebenkosten deutlich unter den beim Crowdfunding üblichen fünf bis zehn Prozent. Entscheidend ist aber, dass es in der Realität schwierig sein wird, Investoren zu finden, die bereit sind, 50.000 Euro oder mehr bereitzustellen. Solche Summen können in der Regel nur Business Angels oder Venture-Capital-Gesellschaften leisten, die – wie oben ausgeführt – nur geringe Erfolgchancen bieten. Gerade wenn der Finanzierungsbedarf akut ist, zum Beispiel in der Frühphasenfinanzierung, können hohe Opportunitätskosten entstehen. Der Kostenvorteil des Crowdfundings liegt also bei den mit der Suche nach Kapitalgebern verbundenen, nicht quantifizierbaren Kosten. Unternehmen, die das Auswahlverfahren der Plattform durchlaufen haben, bekommen sehr schnell die Chance, ihr Konzept einer großen Anzahl investitionsbereiter Personen zu präsentieren. Außerdem sind die Abläufe und Beteiligungsverträge beim Crowdfunding weitgehend standardisiert, so dass sich das kapitalsuchende Unternehmen die normalerweise bei der Vertragsausarbeitung anfallenden Rechtsberatungskosten sparen kann. Auch der Fundingprozess selbst ist mit einer Dauer von 30 bis 60 Tagen sehr schnell abgeschlossen. Crowdfunding bietet also gegen Zahlung einer Provision auf die Fundingsumme eine unkomplizierte Art der Kapitalaufbringung, die im Erfolgsfall die Such- und Informationskosten für das Unternehmen auf ein Minimum reduziert. Lediglich die Art der Beteiligung und die bevorzugte Plattform muss festgelegt werden.

5.4. Die Rolle der Investoren

Gerade für Gründer mit einer vielversprechenden, innovativen Geschäftsidee ist es entscheidend, durch die Aufnahme von Investoren nicht die Kontrolle über ihr Unternehmen zu verlieren. Daher stellt sich nicht nur die Frage nach der Verfügbarkeit und den Kosten von Kapital, sondern auch nach den Möglichkeiten der Einflussnahme der Kapitalgeber.

In seltenen Fällen wird sich die Gelegenheit bieten, einen oder mehrere Privatinvestoren als Gesellschafter an Bord eines jungen Unternehmens zu holen. Zwar gibt es genügend Ausgestaltungsmöglichkeiten, um die Mitspracherechte der Investoren zu beschränken. Darauf werden sich diese jedoch wahrscheinlich nicht einlassen, da sie einem jungen Unternehmen keine größeren Summen überlassen werden, ohne Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen zu können.

Auch Business Angels werden versuchen, Start-up-Unternehmen, in die sie investieren, nach ihren Interessen zu beeinflussen. Dabei kann die Einbringung sehr unterschiedliche Formen annehmen. Neben monetären Zielen verfolgen Business Angels häufig auch emotionale Interessen, wie die Weitergabe von Erfahrung oder die Übernahme interner Managementfunktionen (Portisch, 2008). Stellt eine Venture-Capital-Gesellschaft einem jungen Unternehmen Kapital zur Verfügung, so erfolgt dies zwar in der Regel in Form einer Minderheitsbeteiligung, jedoch sichern sich die Venture-Capital-Geber klar definierte und vertraglich vereinbarte Kontroll- und Mitspracherechte, um aktiv auf das Start-up Einfluss zu nehmen. Im Extremfall kann dies dazu führen, dass der Gründer seine Entscheidungsfreiheit verliert und sein Unternehmen nicht mehr souverän führen kann (Portisch, 2008).

Hier bietet Crowdfunding gegenüber den genannten Finanzierungsalternativen einen Vorteil. Die Beteiligungsverträge lassen sich so ausgestalten, dass den zahlreichen Investoren zwar Informations-, nicht aber Verwaltungs- oder Stimmrechte zukommen.

Durch ein erfolgreiches Crowdfunding können Gründer also an Kapital gelangen, ohne ihre Entscheidungsbefugnisse aufzugeben. Da eine Beschränkung auf Informations- und Kontrollrechte bei allen Beteiligungsarten möglich ist, stellt dies auch einen interessanten Punkt für Unternehmen in späteren Finanzierungsphasen dar. Denn auch gegenüber einer Finanzierung durch Private Equity oder strategische Investoren bietet Crowdfunding den Vorteil, den Einfluss der Geldgeber einschränken zu können.

Das Neuartige an einer Finanzierung per Crowdfunding ist zudem, dass die Unternehmen im Erfolgsfall schlagartig einen gewissen Bekanntheitsgrad erlangen. Durch die Präsentation der

Geschäftsidee auf der Plattform wird diese allen registrierten Nutzern näher gebracht, und das Unternehmen macht sich sehr schnell einen Namen in der Crowdfunding-Szene. Seine volle Wirkung entfaltet der Marketingeffekt eines Crowdfundings in dem Fall, dass das Unternehmen eine Vielzahl von Investoren für sich begeistern kann, die anschließend versuchen, das Unternehmen in ihrem Umfeld bekannt zu machen, um ihre eigene Wahrscheinlichkeit für ein erfolgreiches Investment zu erhöhen.

Nach den Ergebnissen der empirischen Untersuchung hat jedes über Crowdfunding finanzierte Projekt durchschnittlich 238 Investoren, die ein Interesse daran haben, den Bekanntheitsgrad des Projekts zu fördern. Dabei erscheint es durchaus realistisch, dass nahezu alle Investoren auch bei sozialen Netzwerken aktiv sind, denn wer bereit ist, sein Geld über eine Internetplattform zu investieren, wird auch den weiteren Möglichkeiten des World Wide Web offen gegenüberstehen. Geben nur einige der auf das Unternehmen aufmerksam Gewordenen die Information an ihren Freundeskreis weiter, so entsteht ein Multiplikatoreffekt, der die Wirkung der Mundpropaganda noch verstärkt.

Dieses, aus der Initiative der Investoren heraus entstehende, kostenlose Marketing hat das Crowdfunding den Venture-Capital-Gesellschaften oder Business Angels voraus, die derlei so nicht anbieten können.

5.5. Schutz des geistigen Eigentums

Als problematisch kann sich bei einem Crowdfunding der Schutz des geistigen Eigentums der Unternehmer erweisen. Gerade bei jungen Start-ups, die mit einer innovativen Idee aufwarten, besteht die Gefahr, dass die Geschäftsidee kopiert werden könnte, bevor das Funding überhaupt abgeschlossen ist. Eine Bewerbung bei der Plattform sollte dabei noch unproblematisch sein, sofern diese versichert, den Businessplan streng vertraulich zu behandeln. Für das Funding an sich lässt es sich jedoch nicht vermeiden, Details der Geschäftsidee der Crowd offenzulegen. Nur so können rational handelnde Anleger zu einem Investment motiviert werden, da sie ihr Geld nicht für ein Konzept zur Verfügung stellen werden, für das wichtige Informationen nicht vorliegen (Kortleben/Vollmar, 2012, S. 35). Für Geschäftsideen, die nur schwer vor schneller Imitation geschützt werden können, ist ein Crowdfunding derzeit also nicht geeignet. Unter den beobachteten Transaktionen in unserem Sample können 14 von 85

als relativ leicht imitierbare Geschäftsideen¹⁰ eingestuft werden, wobei wiederum vier von diesen Geschäftsideen bereits am Markt aktiv sind, so dass in diesen Fällen die Imitationsgefahr durch das Crowdfunding sehr eingeschränkt ist. Dies zeigt, dass Unternehmen, die dieser Problematik ausgesetzt sind, Crowdfunding eher meiden. Insgesamt könnten die widerstreitenden Ansprüche des Schutzes des geistigen Eigentums der Unternehmen einerseits und des großen Informationsbedarfs der Kapitalgeber andererseits ein wichtiger Grund für die noch geringe Verbreitung des Crowdfundings sein. Aus unserer Sicht besteht hier noch erheblicher Forschungsbedarf, vor allem im Hinblick auf die Entwicklung anreizkompatibler ökonomischer Mechanismen, die unter Umständen den Schutz des geistigen Eigentums gewährleisten können, ohne den Informationsbedarf der Anleger zu stark zu vernachlässigen. In der Praxis darf auf die Innovationskraft der zahlreichen Plattformen gehofft werden, die quasi in einem natürlichen Experiment nach einer Lösung für dieses Problem suchen. In mittlerer Zukunft könnten dann auch empirische Untersuchungen zur Wirksamkeit verschiedener Ansätze durchgeführt werden.

6. Zusammenfassung der Ergebnisse und kritischer Ausblick

Die empirische Untersuchung führt zu dem Ergebnis, dass Crowdfunding bisher überwiegend von jungen Unternehmen mit geringem Kapitalbedarf genutzt wird. Die durchschnittliche Fundingsumme liegt derzeit noch im niedrigen sechsstelligen Bereich. Allerdings ist hier eine klare Tendenz nach oben auszumachen. Diese ist auf den Einsatz von partiarischen Nachrangdarlehen durch die Plattformen Seedmatch und Companisto seit Beginn des Jahres 2013 zurückzuführen. Durch die Vielseitigkeit der Beteiligungen weist die Beteiligungsdauer eine hohe Flexibilität auf und liegt im Bereich zwischen drei und zwölf Jahren. Das Durchschnittsalter der Unternehmen ist mit knapp drei Jahren sehr niedrig. Mit einem Anteil von drei Vierteln gehört die Mehrheit der Unternehmen der Internetbranche an, die durch junge, neuen Ideen gegenüber offenen Unternehmen geprägt ist. Allmählich finden aber auch Unternehmen aus anderen Branchen ihren Weg zum Crowdfunding. Auch etablierte Wachstumsunternehmen mit längerer Firmengeschichte befinden sich unter den finanzierten Unterneh-

¹⁰ Die Abwesenheit leichter Imitierbarkeit machten wir dabei an den Kriterien Exklusivität/Produktbesonderheiten, besondere Expertise und Know-how sowie Netzwerk/Marktstellung/Auszeichnungen fest. Interessanterweise kann für ein Unternehmen der Nachweis einer patentierten Technologie oder eines einzigartigen Netzwerkes auch ein Signal für die Investoren sein, das gleichzeitig die Adverse-Selection-Problematik der Investoren überwinden hilft.

men. Die niedrigen Umsätze, Unternehmenswerte und Bilanzsummen machen jedoch deutlich, dass Crowdfunding in der Finanzierung von KMUs derzeit nur für Kleinstunternehmen interessant zu sein scheint.

Crowdfunding hat durchaus das Potential, mit den klassischen Eigenkapital-nahen Finanzierungsformen zu konkurrieren. Sowohl die Dauer der Kapitalüberlassung als auch die Kontrolle der Mitspracherechte der Investoren sind flexibel gestaltbar und bieten damit gute Voraussetzungen für eine Beteiligung. Außerdem entstehen bei einem Crowdfunding kostenfreie Marketingeffekte, die einen Vorteil gegenüber klassischen Finanzierungsformen darstellen. Der wohl bedeutendste Punkt, der für eine Finanzierung durch die Crowd spricht, ist aber der Wegfall langwieriger Such- und Auswahlprozesse. Unternehmen können ihr Konzept sofort einer breiten Masse an Investoren vorstellen und sparen sich so die oft lange und von geringen Erfolgchancen geprägte Suche nach einem traditionellen Kapitalgeber.

Gegen ein Crowdfunding spricht jedoch, dass nur begrenzte Summen an Kapital eingeworben werden können. Da es sich beim Crowdfunding um ein noch sehr junges Phänomen handelt, ist der zugehörige Markt wesentlich risikobehafteter als klassische Beteiligungskapitalmärkte. Es existiert zudem noch kein eigener Rechtsrahmen, sodass die langfristige Sicherheit nicht garantiert werden kann. Da die Plattformen nach Abschluss des Fundingprozesses keinerlei Verantwortung mehr übernehmen müssen, besteht die Gefahr des Missbrauchs durch betrügerische Unternehmen. Nicht zuletzt stehen auch die vergleichsweise hohen Kosten, die durch den Einsatz einer Erfolgsprovision durch die Plattformen anfallen, sowie der problematische Schutz des geistigen Eigentums bei einem Crowdfunding auf der Negativseite.

Ein weiteres Problem liegt darin, dass eine korrekte Unternehmensbewertung junger Start-ups durchaus kompliziert ist und immer nur eine Annäherung darstellen kann. Letztendlich entscheidet der Anleger, ob er mit dem Preis für eine gewisse prozentuale Beteiligung am Unternehmen einverstanden ist oder nicht. Da die Angemessenheit des Preises aber nur sehr schwer zu beurteilen ist, droht gerade in Euphorie-Phasen die Bildung einer Blase. Daran können auch Auktionsmechanismen nichts ändern, bei denen zwar auf eine konkrete Unternehmensbewertung verzichtet wird, die letztendlich aber durch die Gebote der Investoren erfolgt. Die Problematik der Wertschätzung besteht also auch hier.

In jedem Falle ist Crowdfunding eine riskante Anlageform. Mit über 90 % machen Unternehmen in der Early Stage den größten Anteil der bisher finanzierten Projekte aus. Gerade junge Start-ups sind es aber, die von einer Insolvenz am meisten gefährdet sind. Verstärkt wird dieses Risiko durch das Phänomen der *Adverse Selection*, in dessen Folge die Gefahr

besteht, dass sich Unternehmen mit einer hohen Ausfallwahrscheinlichkeit für eine Finanzierung per Crowdfunding entscheiden. Dies würde das Ausfallrisiko von Crowdfunding-Projekten erheblich erhöhen. Ob die Investoren dieses Risiko durch angemessene Diversifikation ihres Portfolios berücksichtigen, ist ungewiss. Es bleibt in jedem Fall abzuwarten, wie der Markt auf die ersten gescheiterten Projekte reagiert.

Über die durchschnittliche Rendite eines Crowdfundings kann bisher noch keine Aussage getroffen werden, da die ersten Beteiligungen erst im Jahr 2014 auslaufen. Viele Anleger dürften aber die Hoffnung auf Renditen im zweistelligen Bereich haben. Sollten diese Erwartungen gerade bei den ersten auslaufenden Projekten nicht erfüllt werden können, droht dem Markt für Crowdfunding zumindest ein Rückschlag. Außerdem bleibt die Frage offen, wo in Zukunft die Grenzen der Finanzierungssummen beim Crowdfunding liegen werden. Dies hängt davon ab, wie viele neue Investoren für diese Anlagemöglichkeit gewonnen werden können und wie viel Prozent seines Kapitals jeder Investor bereit ist, in Crowdfunding-Projekte zu investieren. Die zentrale Frage dabei, nämlich welche Beweggründe für ein solches Engagement ausschlaggebend sind, lässt Raum für weitere Forschungsarbeit.

Verzeichnis der zitierten Literatur

Beck, Ralf (2012): Crowdfunding – Die Investition der Vielen. Amazon Distribution GmbH. Leipzig 2012.

Begner, Jörg (2012): Crowdfunding im Licht des Aufsichtsrechts. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Frankfurt/Bonn 2012.

Belleflame, Paul/Lambert, Thomas/Schwienbacher, Armin (2013): Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. Journal of Business Venturing, im Druck.

Brokamp, Jürgen/Ernst, Dietmar/Hollasch, Karsten/Lehmann, Georg/Weigel, Klaus (2008): Mezzanine-Finanzierungen. Verlag Franz Vahlen GmbH. München 2008.

Bürgel (Hrsg.) (2014): Firmeninsolvenzen 2013, Bürgel Wirtschaftsinformationen, Hamburg 2014.

Crowdinvestor24 (2013): Crowdfunding Report Q1 2013, URL: <http://www.crowdinvestor24.de/markt/>, abgerufen am 03.09.2013.

- Freixas, Xavier/Rochet, Jean-Charles (2008): *Microeconomics of Banking* (2nd ed.), Cambridge, MA 2008.
- Golland, Frank/Gelhaar, Lars/Grossmann, Klaus/Eickhoff-Kley, Xenia/Jänisch, Christian (2005): Mezzanine-Kapital, In: *Der Betriebsberater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft (BB)*, 2005. *Der Betriebsberater-Special, Heft 4*, S. 1-32.
- Kaltenbeck, Julia (2011): *Crowdfunding und Social Payments im Anwendungskontext von Open Educational Resources*. Masterprojekt, Technische Universität Graz 2011.
- Klöhn, Lars/Hornuf, Lars (2012): *Crowdinvesting in Deutschland. Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven*. In: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 24. Jg (2012), Heft 4, S. 237-320.
- Kortleben, Hanno/Vollmar, Bernhard H. (2012): *Crowdinvesting – eine Alternative in der Gründungsfinanzierung?* Forschungspapier, Private University of Applied Sciences. Göttingen 2012.
- Lassak, Frank (2013): *Fette Meute*. In: *Capital*, Ausgabe 02/2013, S. 98-101.
- Lüpken, Silke (2003): *Alternative Finanzierungsinstrumente für mittelständische Unternehmen vor dem Hintergrund von Basel II*. In: *Schriftenreihe des Instituts für Finanz- und Dienstleistungsmanagement*, Bremen 2003.
- Mäschle, Oliver (2012): *Rationing of excessive demand on crowdinvesting platforms*. Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Rostock 2012.
- Moritz, Alexandra/Block, Joern (2013): *Crowdfunding und Crowdinvesting: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur*. SSRN Working Paper 2274141.
- Myers, Stewart. C. (1984): *The Capital Structure Puzzle*. In: *Journal of Finance* 39, S. 575-592.

- Natusch, Ingo (2007): Wirtschaftliche Grundlagen. In: Häger, Michael/Elkemann-Reusch, Manfred (Hrsg.): Mezzanine Finanzierungsinstrumente, 2. Auflage. Berlin 2007, S. 21-69.
- Portisch, Wolfgang (2008): Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus. Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH. München 2008.
- Schefczyk, Michael (2000): Finanzieren mit Venture Capital. Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler. Schäffer-Poeschel Verlag. Stuttgart 2000.
- Wallisch, Matthias (2009): Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland. Rahmenbedingungen, Netzwerke und räumliche Investitionsmuster. Herbert Utz Verlag GmbH. München 2009.