
LÜNEBURGER BEITRÄGE ZUR
GRÜNDUNGSFORSCHUNG

**Deutsche Crowdfunding-Portale: neue Geschäftsmodelle
für KMU**

Susanne Braun

Universität Lüneburg
Institut für Unternehmensentwicklung
Lehrstuhl Gründungsmanagement

Diskussionspapier Nr. 11

Dezember 2015

www.leuphana.de/professuren/gmlg/forschung/diskussionspapiere.html

ISSN 1862-989X



Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Zusammenfassung | 2 |
| Abstract..... | 2 |
| Abkürzungsverzeichnis | 3 |
| I. Einleitung | 4 |
| II. Bedeutung und wesentliche Eckpunkte des Geschäftsmodells der Crowdfunding-Plattformen | 5 |
| III. Vielfältige Interessenlagen der unterschiedlichen Crowdfunding- Stakeholder | 8 |
| 1. Anleger zwischen Eigenverantwortung und Schutzbedürfnis | 8 |
| 2. Emittenten zwischen Start- und Anschlussfinanzierung..... | 10 |
| 3. Finanzmarkt zwischen Regulierung und Wettbewerb | 12 |
| IV. Crowdfunding-Plattformen als Regulierungsadressaten zur Verhaltenssteuerung der Nutzer? | 14 |
| V. Fazit | 16 |
| Literaturverzeichnis..... | 16 |

Zusammenfassung

Crowdfunding ist geprägt von einer Vielzahl von Partikularinteressen, wobei den Portalen eine Schnittstellenfunktion zukommt. Die Nutzung der durchaus vielversprechenden Potenziale dieser Finanzierungsform hängt maßgeblich davon ab, inwieweit es gelingt, den Informationsasymmetrien und Interessenkonflikten zwischen den Stakeholdern entgegenzuwirken.

Schlagerwörter:

Crowdfunding, Existenzgründung, Startfinanzierung, KMU, Crowdfunding-Portale, Vermögensanlage, Regulierung, Investorenschutz

JEL Klassifikation: G18, G38, K22, M13

Abstract

Crowdfunding involves a multitude of individual interests whereas the crowdfunding platforms have an interface function. Crowdfunders fill funding gaps at the lower end of the market but the high potential of crowdfunding largely depends on whether to manage the information asymmetries and the interest conflicts of the different stakeholders.

Keywords:

Entrepreneur, SME, crowdfunding, crowdfunding platforms, securities regulation, investor protection, start-up finance

JEL classification: G18, G38, K22, M13,

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|----------|--|
| Abs. | Absatz |
| ABl. | Amtsblatt |
| AG | Aktiengesellschaft |
| BB | Betriebs-Berater (Zeitschrift) |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBI. | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHZ | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen |
| DB | Der Betrieb (Zeitschrift) |
| DStR | Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift) |
| GWR | Zeitschrift für Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht |
| KMU | kleine und mittlere Unternehmen |
| KWG | Kreditwesengesetz |
| MMR | Multimedia und Recht (Zeitschrift) |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift) |
| Nr. | Nummer |
| NVwZ | Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht |
| o.V. | ohne Verfasser |
| S. | Seite |
| VermAnlG | Vermögensanlagengesetz |
| vgl. | vergleiche |
| ZBB | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft |
| ZfKE | Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| ZUM | Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht |

I. Einleitung

Die Investitionsbereitschaft der Crowd sowie der Finanzierungsbedarf von (jungen) Unternehmen sind die maßgeblichen Eckpfeiler des 2011 aus einer Marktnische heraus entwickelten Geschäftsmodells kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) als Betreiber von Crowdfunding-Portalen in Deutschland. Diese agieren in der Regel als gewinnorientierte Vermittler von Wagniskapital auf dem grauen Kapitalmarkt zur Schließung des Early-Stage-Gaps. Den Emittenten wird die für ihren Markteintritt bzw. die Erschließung des Marktes erforderliche Liquidität durch die Zusammenführung einer Vielzahl von Kleinanlegern verschafft. Inzwischen hat sich ein Markt für Crowdfunding herausgebildet, auf dem sich die Plattformen grundsätzlich etabliert haben.¹ Die niedrigen Investitionsschwellen und die in immer kürzeren Zeitabständen zusammengetragenen Investitionsvolumina bescheren den Plattformen kräftige Zuwachsraten mit weiterhin steigender Tendenz. Sie leisten damit einen wichtigen Beitrag zur Anschubfinanzierung von Start-ups² und stehen zunehmend im Wettbewerb mit den traditionellen Bank- und Kreditinstituten. Zum einen ist deren Angebot an Krediten mit langen Laufzeiten für Start-ups aufgrund der durch die Finanzkrise gestiegenen Anforderungen stark eingeschränkt. Zum anderen haben sie bislang meist noch keinen zufriedenstellenden Ansatz gefunden, um die gesellschaftspolitische Dynamik der Digitalisierung mit den kollektiven Interaktionen erfolgreich zu nutzen.³

Die Portale übernehmen in dem komplexen System des Crowdfundings eine wichtige Schnittstellenfunktion, insbesondere bei der Steuerung des Informationsflusses und der Investitionen. Bislang scheint es den deutschen Plattformbetreibern zu gelingen, die dem Geschäftsmodell „immanenten“ Anforderungen der unterschiedlichen Stakeholder insbesondere an Qualität, Integrität, Risikosensibilisierung, Anleger- und Datenschutz, Rechtssicherheit sowie Transparenz mittels Selbstregulierung zu bedienen. Insgesamt handelt es sich bei Crowdfunding allerdings noch um eine wenig erforschte, noch junge Finanzierungsart. Die üblichen Laufzeiten im Crowdfunding betragen in der Regel drei bis zehn Jahre meist ohne die Möglichkeit einer vorzeitigen Veräußerung oder Kündigung. Für eine ausgewogene Analyse fehlen daher (erfolgreiche) Praxisfälle, die auch Rückschlüsse auf die Nachhaltigkeit der Crowdfunding-Portale ermöglichen könnten. Da das Wachstumspotenzial gleichermaßen das Entstehen weiterer Plattformen sowie eine Diversifizierung und/oder Spezialisierung des „Portfolios“ der Plattformen -auch über nationale Grenzen hinweg- begünstigt, befinden sich die Geschäftsmodelle in einem sich intensivierenden Wettbewerb und zunehmend im Blickpunkt der deutschen Rechtspolitik. Nachdem 2011 noch die Auffassung vertreten wurde, dass regulatorische Maßnahmen für Crowdfunding nicht ergriffen werden sollen,⁴ wird die Schaffung (einheitlicher) rechtlicher Standards und Rahmenbedingungen in Deutschland auf

¹ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237 ff.

² In der betriebswirtschaftlichen Literatur hat ein regelrechter Hype zum Crowdfunding eingesetzt vgl. Brem/Wassong, ZfKE 2014; Ordanini/Miceli/Pizzetti/Parasuraman, Journal of Service Management 2011; Kletsch, Crowdfunding – Schwarmfinanzierung, Praxishandbuch für Gründer, 2013.

³ Vgl. Goetzpartners, „Crowdfunding – Die Revolution der Bankenwelt bis 2020. Folgen von Social Media für die Finanzdienstleistungsbranche“, Studie, 2014.

⁴ Hemer, A Snapshot on Crowdfunding, Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research, Working Papers Firms and Regions No R2/2011.

der Grundlage des Koalitionsvertrags 2013⁵ sowie des Aktionsplans der Bundesregierung 2014⁶, im Kleinanlegerschutzgesetz mündend⁷, zunehmend thematisiert. In der rechtswissenschaftlichen Forschung gibt es bisher nur vereinzelte Beiträge zu Rechtslage und Regelungsperspektiven von Crowdfunding.⁸

Der vorliegende Beitrag setzt sich mit dem Geschäftsmodell deutscher Crowdfunding-Portale auseinander. Es gilt zunächst, die Komplexität des Geschäftsmodells aufgrund der Wechselwirkung vielfältiger Faktoren darzustellen und die Schnittstellenproblematik - Steuerung des Verhaltens von Anleger und Emittenten- herauszuarbeiten. Um nachhaltig erfolgreich zu sein und sich im Wettbewerb zu behaupten, müssen die Portale als „seriöse“ Marktplätze agieren, bei denen neben finanziellen Interessen auch Qualität und Tragfähigkeit der Start-up Projekte Berücksichtigung finden. Weiterhin ist zu erörtern, ob und in wie weit die kritischen Faktoren (z.B. Anschub- vs. Anschlussfinanzierung, Ausfallrisiko, Unberechenbarkeit der Crowd, angemessene Risikoabschätzung für Investoren, Unternehmensbewertungen) Ansatzpunkte für Regulierungsmaßnahmen sein könnten ohne durch Überregulierung, die Agilität der Crowd, die Interaktion und damit die von den Portalen koordinierte „Problemlösung“ zu sehr zu beschränken. Für eine nachhaltige Entwicklung des Geschäftsmodells der Portalbetreiber ist es wichtig, die exponierte Stellung der Portale als Gatekeeper in einen Rechtsrahmen - losgelöst von nationalen Insellösungen- in den Kontext der internationalen und supranationalen Entwicklung (mögliche Ausarbeitung eines Gütezeichens) zu betten, sodass die Optionen der innovativen Portal-Dienstleistung ausgeschöpft werden können. Die Untersuchungsergebnisse, insbesondere die Identifizierung und Reflexion der kritischen Faktoren des Geschäftsmodells der Portale, können zu einer ausgewogenen, transparenten und differenzierten (rechtspolitischen) Diskussion beitragen.

II. Bedeutung und wesentliche Eckpunkte des Geschäftsmodells der Crowdfunding-Plattformen

Bei den auf Wertpapieranlagen oder Gewinnbeteiligungen basierenden Crowdfunding, erhalten die Geber Anteile oder Schuldinstrumente, die in der Regel nicht an einem Sekundärmarkt gehandelt werden. Insgesamt befinden sich Crowdfunding noch in einem Entwicklungsstadium, sodass sich die Modelle zukünftig weiterentwickeln können. 2014 wurden insgesamt 34,4 Mio. € über die Crowd investiert.⁹ Während das Crowdfunding Durchschnittsvolumen 2013 noch bei 173.000 € lag, betrug es 2014 bereits 264.000 €.¹⁰ Die Ausfallquote lag Ende 2013 bei 7 Insolvenzen von über die Crowd finanzierten Unternehmen. Mittelfristig

⁵ Koalitionsvertrag von CDU/CSU und SPD, Deutschlands Zukunft gestalten, 2013, S. 17, <https://www.cdu.de/sites/default/files/media/dokumente/koalitionsvertrag.pdf>.

⁶ Bundesregierung, Aktionsplan zum Verbraucherschutz im Finanzmarkt vom 22.5.2014; Bundesministerium der Finanzen/Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, Maßnahmenpaket zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern vom 22.5.2014.

⁷ Kleinanlegerschutzgesetz, BGBI. 2015 I, 1114.

⁸ Vgl. Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237 ff.; DB 2014, 1; Nietsch/Eberle, DB 2014, 1788 ff.; Meschkowski/Wilhelmi, BB 2013, 1411 ff., Weitnauer, GWR 2015, 309; Herr/Bantleon, DSr 2015, 532.

⁹ Statistisches Bundesamt 2015, <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/258158/umfrage/volumen-des-durch-crowdfunding-eingesammelten-kapitals-in-deutschland/html>.

¹⁰ Für-Gründer, Deutsche Bank Research, www.fuer-gruender.de.

wird dem Crowdfunding eine steigende Tendenz prognostiziert¹¹, obwohl eine Renditesteigerung durch Nutzung der Schwarmintelligenz im Finanzbereich bislang wissenschaftlich noch nicht nachgewiesen ist. Im Vergleich zu den klassischen Finanzierungskanälen sind die bisherigen Finanzierungsvolumina bei Crowdfunding noch verhalten.¹² Die deutschen Banken verzeichneten 2012 für Unternehmen und Selbstständige ein Kreditvolumen von 1,4 Billionen €. ¹³ Gemessen an den Finanzierungen, die über Business Angels, ca. 660 Mio. € in 2010, oder Risikokapitalgeber in Vorbereitungs-, Anlauf-, Spät- und Wachstumsphasen, ca. 7 Mrd. € in 2012, bereitgestellt werden, sind die Zahlen allerdings vielversprechend.¹⁴

Angesichts der Vielzahl der deutschen Plattformen (z. B. Seedmatch, Innvestment, Deutsche Mikroinvest, Bergfürst, Companisto sowie Gründerplus) und ihrer im Einzelnen unterschiedlich ausgestalteten Geschäftsmodelle divergieren ihre Marktanteile hinsichtlich des eingesammelten Kapitals und der Anzahl der erfolgreichen Projekte. Seedmatch als „first mover“ konnte bislang die größte Anzahl an erfolgreichen Finanzierungen verzeichnen mit insgesamt 35.841 registrierten Nutzern in 2014 und einer Gesamtinvestitionssumme von 21,8 Mio. €. ¹⁵ Die Plattform Bergfürst, die einen Aktienerwerb vom Sekundärmarkt und nicht über Emittenten ermöglicht, hat 2013 nur ein Projekt, den Online-Shop Urbanara für Heimtextilien und Accessoires, allerdings mit einem Investitionsvolumen von 2,99 Millionen Euro finanziert. 2013 wurde über Seedmatch für das Unternehmen Aoterra die Gesamtsumme von 1 Mio. € eingesammelt. Insgesamt hat die Investitionsbereitschaft der Crowd in den letzten Jahren stetig zugenommen und die Investitionsvolumina wurden in immer kürzeren Zeitabständen zusammengetragen.¹⁶

Dieses Zusammenspiel von Unternehmensfinanzierung und Privatanlegerinvestitionen durch gemeinschaftliches Handeln hebt sich von dem komplexen, strukturierten Bereich traditioneller Bank- und Kreditinstitute ab. Allerdings handelt es sich bei Crowdfunding tatsächlich ebenfalls um sehr komplexe Vorgänge, bei denen die Freisetzung des Nutzenpotenzials mit (erheblichen) Risiken behaftet ist. Die wesentlichen Akteure des Crowdfundings sind die Plattformbetreiber und die Nutzer. Der Plattformbetreiber stellt die technischen Voraussetzungen für die Nutzung der Plattform zur Verfügung und unterhält diese. Mit Registrierung auf der Webseite des Plattformbetreibers kommt ein Nutzungsvertrag zustande, der je nach konkreter Ausgestaltung des Angebots verschiedene Elemente (z.B. Zurverfügungstellung von Speicherplatz, Vermittlung von Vertragsabschlüssen, Öffentlichkeitsarbeit) beinhalten kann.¹⁷ Über die Plattform wird die „Investorengruppe“ ohne aufwendige Planung und Vorbereitungsmaßnahmen organisiert und die Fähigkeit zu schnellem, selbstkoordiniertem Problemlösen aufgrund von Interaktionen ermöglicht.¹⁸ Die Privatanleger agieren dabei „syn-

¹¹ Crowdfunding Monitor 2013, 2014.

¹² Dapp/Laskawi, 2014, S. 7.

¹³ Dapp/Laskawi, 2014, S. 7.

¹⁴ European Banking Federation, Facts and Figures 2012; Centre for Strategy & Evaluation Services, Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies Final report; EVCA Yearbook 2012, http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Year-book_2012_Presentation_all.pdf.

¹⁵ Seedmatch GmbH, eigene Angaben: https://www.seedmatch.de/system/files/campaign/seedmatch_in_zahlen_q4_2014.pdf.

¹⁶ Meschkowski/Wilhelmi, BB 2013, 1411.

¹⁷ Bareiß, ZUM 2012, 456 (460).

¹⁸ Neef, Leben im Schwarm – Ein neues soziotechnisches Paradigma transformiert Gesellschaft und Märkte, 3. Ausgabe, 2012.

chron". Die Plattformen handeln grundsätzlich als Projektbeschleuniger und erhalten für ihre „Tätigkeit“ eine Provision vom Emittenten, deren Höhe zumeist abhängig von Erfolg und Umfang der Emission ist. Wesentlich für das Crowdfunding ist die Festlegung des Finanzierungsziels und der Finanzierungsfrist. Den Nutzern stellen die Portale Beteiligungsverträge zur Verfügung, die zwischen Anlegern und Emittenten zustande kommen.¹⁹ Dabei handelt es sich in der Regel um einen vom Verhältnis zum Plattformbetreiber grundsätzlich unabhängigen Vertrag. Dieser enthält insbesondere Regelungen zu Mindestinvestitionssumme, Fundingschwelle, Anlageform, Mitwirkungsrechten und Verlustbeteiligung.²⁰ In der Regel geben die Unternehmen Eigenkapital oder hybride Finanzierungsinstrumente (Mezzanine-Kapital) an die Anleger aus. Es handelt sich hierbei um Unternehmensergebnisbeteiligungen (= stille Beteiligungen), Genussrechte, partiarische Darlehen oder Nachrangdarlehen, die gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG neben Anteilen an geschlossenen Fonds, Treuhandbeteiligungen und Namensschuldverschreibungen zu den Segmenten des grauen Kapitalmarkts gehören. Genussrechte (z.B. Deutsche Mikroinvest) sind Dauerschuldverhältnisse eigener Art, die keine gesellschaftsrechtlich geprägten Mitgliedschaftsrechte begründen, sondern sich in einem bestimmten geldwerten Anspruch erschöpfen. Es können aber zusätzlich einige Beteiligungselemente (Verlustbeteiligung, Rangrücktrittsklauseln) vereinbart werden.²¹ Bei der stillen Beteiligung (z.B. bei Innovestment) handelt es sich um eine Innengesellschaft, bei der der stille Gesellschafter am Verlust der Gesellschaft bis zur Höhe seiner Einlage teilnimmt. Eine Verlustbeteiligung kann im Gesellschaftsvertrag ausgeschlossen werden. Mitsprache- und Kontrollrechte kommen dem stillen Gesellschafter -außer bei der atypischen Ausgestaltung, bei der zusätzlich eine Beteiligung am Unternehmensvermögen besteht- nicht zu.²² Darüber hinaus gibt es (z.B. bei Seedmatch und Companisto) partiarische (Nachrang-)Darlehen als Finanzierungselemente²³. Bei dieser Sonderform des Darlehens, § 488 BGB, wird ein Anteil am Gewinn oder Umsatz eines Unternehmens oder eines Geschäfts, zu dessen Zweck (insbesondere zur Finanzierung) das Darlehen gewährt wurde, vereinbart. Neben der Gewinnbeteiligung kann eine Verzinsung vereinbart werden, wobei der Schwerpunkt auf der Gewinnbeteiligung liegen muss. Die Anleger erhalten in der Regel kein Mitspracherecht im Unternehmen und ihre Verlustbeteiligung ist auf die Einlageleistung ohne Nachschusspflicht begrenzt. Darüber hinaus enthalten die Verträge -im Einzelnen unterschiedlich ausgestaltete- Regelungen zu Fundingzeit, Kündigungsmöglichkeiten sowie Rück- und Auszahlung enthalten.²⁴ So ist festzulegen, was mit den Einlagen bei Nichterreichen der Fundingschwelle passiert, welche Mindestbindung für Anleger gilt und wie die Anleger von einem Wertzuwachs des Unternehmens bzw. seinem erfolgreichen Exit oder Börsengang profitieren (z.B. durch Bonuszahlungen). Eine Sonderstellung nimmt die Aktienhandelsplattform Bergfürst Bank AG ein. Sie ermöglicht als elektronisches Handelssystem die Zeichnung vinkulierter Namensaktien. Das

¹⁹ Von der direkten Beteiligung ist dabei das Modell der indirekten oder mittelbaren Beteiligung zu unterscheiden, wonach die Anleger die Verträge nicht direkt mit dem Start-up-Unternehmen/Emittenten sondern mit einer zwischengeschalteten Zweckgesellschaft abschließen, die die eingesammelte Investitionssumme dem Unternehmen zur Verfügung stellt.

²⁰ Für detaillierte Ausführungen zu den einzelnen Plattformen vgl. *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 ff.

²¹ BGHZ 156, 38.

²² *Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 2013, S. 181 ff.

²³ Bei Insolvenz des Start-up-Unternehmens sind sowohl die stille Beteiligung als auch das partiarische Darlehen nachrangig zu behandeln.

²⁴ Vgl. hierzu im Einzelnen *Weitnauer/Parzinger*, GWR 2013, 153.

Geld der Investoren wird auf ein Guthabenkonto eingezahlt, mit dem die Investoren dann die Aktien kaufen können. Unternehmen zahlen bei Bergfürst jedoch keine Gewinnbeteiligungen aus, sondern reinvestieren im Falle eines Gewinns.

III. Vielfältige Interessenlagen der unterschiedlichen Crowdfunding-Stakeholder

Durch Crowdfunding wird das gemeinschaftliche Handeln von Anlegern und Emittenten gefördert, das sich auch auf den Finanzmarkt auswirkt. Eine Freisetzung des Potenzials erfordert eine angemessene Berücksichtigung diverser Partikularinteressen, die im Folgenden dargestellt werden.

1. Anleger zwischen Eigenverantwortung und Schutzbedürfnis

Crowdfunding bietet den Kleinanlegern die nicht banktypische Investitionsform eines Marktsegments, in dem sie gleichermaßen die Freiheiten genießen, das Investitionsunternehmen direkt und unmittelbar auswählen zu können und in der Verantwortung stehen, eine Investitionsentscheidung zu treffen, die ihrer persönlichen Risikobereitschaft und ihren Anlagezielen entspricht. Dabei stellen diese typischen Rahmenbedingungen der Investitionsentscheidung eine große Herausforderung für die Anleger dar: Investition in Risikokapitalanlagen, Zeichnung einer nicht verbrieften Vermögensanlage, kein Erwerb eines bestehenden „werthaltigen“ Produkts, keine Einlagensicherung, mittelfristige Kapitalbindung und Renditeerwartung, kurzer Entscheidungszeitraum, allenfalls begrenztes Mitspracherecht und bislang wenig ausgeprägter Anlegerschutz bei Investitionen in den grauen Kapitalmarkt. Die Crowdfunding-Portale gelten bislang bei der Vermittlung von Vermögensanlagen nach § 1 Abs. 2 VermAnlG nicht als Finanzdienstleistungsinstitute und unterliegen damit nicht der Erlaubnispflicht der BaFin, §§ 2 Abs. 6 Nr.19, 32 KWG²⁵. Sie unterstehen allenfalls der Erlaubnispflicht gemäß § 34f GewO, es sei denn, es werden partiarische Darlehen vermittelt. Nur Portale (z.B. Companisto), die indirekte/mittelbare Beteiligungsmodelle anbieten, könnten in den Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs fallen, sodass besondere Vorschriften zu beachten sind. Hinzu kommt, dass für Kleinemissionen (von den Emittenten) -trotz öffentlicher Angebote in Deutschland- keine Prospektpflicht gilt, § 2a Abs. 1 VermAnlG. Diese Bereichsausnahme für Schwarmfinanzierung greift jedoch nur, wenn der Verkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotenen Vermögensanlagen desselben Emittenten 2,5 Millionen € nicht übersteigt. Zudem darf der Gesamtbetrag der Vermögensanlage desselben Emittenten, der von einem Anleger, der keine Kapitalgesellschaft ist, entweder 1.000 €, alternativ 10.000 €-eine Selbstauskunft des Anlegers vorausgesetzt- bei einem frei verfügbaren Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100.000 € oder den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers

²⁵ Etwas anderes gilt für die Plattform der Bergfürst AG, die einen eigenen Sekundärmarkt schafft und 2012 von der BaFin als Finanzdienstleister nach Kreditwesengesetz lizenziert wurde.

nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens 10.000 € nicht übersteigen, § 2a Abs. 3 VermAnlG.

Es ist das Ziel verstärkter Regulierungstendenzen auf dem grauen Kapitalmarkt, die Informationspflichten der Anbieterseite derart zu gestalten, dass Anlegern eine Anlageentscheidung auf der Grundlage von Informationen und Warnhinweis zu den Risiken der Investition, die ihnen zumindest ein Vermögensanlagen-Informationsblatt gemäß § 13 VermAnlG liefert, ermöglicht wird. Form und Inhalt des Informationsblatts sind gesetzlich festgelegt, Erhalt und Kenntnisnahme durch den Investor zu bestätigen, § 15 Abs. 3 VermAnlG. Hinzu kommt noch ein Widerrufsrecht des Investors nach § 2d VermAnlG. Es bleibt abzuwarten, ob und inwieweit mit diesen „Maßnahmen“ nicht anlagegerechter Vermittlung und Beratung entgegengewirkt werden kann.²⁶

Obwohl Privatanleger als Verbraucher im Sinne des § 13 BGB grundsätzlich als besonders schutzbedürftig gelten, ist beim Crowdinvesting in hohem Maße ihre Selbstverantwortung gefordert.²⁷ Daher wird auch ein grundsätzliches Risikobewusstsein bei der eigenständigen Wahl einer außerbörslichen Handelsplattform auf dem grauen Kapitalmarkt zur Erwirtschaftung einer positiven Kapitalrendite vorausgesetzt. Für einen effektiven Anlegerschutz ist zwar eine umfassende Information potentieller Investoren erforderlich.²⁸ Dabei besteht allerdings eine Obliegenheit der Anleger, sich zu informieren und zur Verfügung gestellte Informationen zu verarbeiten, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird.²⁹ In jedem Fall muss eine angemessene rationale Abwägung erfolgen, ohne sich unreflektiert der Euphorie der Crowd anzuschließen. Insbesondere eine Bewertung des Geschäftsvorhabens bzw. eine Risikoanalyse könnte den Anlegern wertvolle Informationen bei ihrer Investitionsentscheidung und der Abschätzung der Risiken liefern.³⁰ Dies gestaltet sich jedoch als schwierig. Zum einen hat die Finanzkrise gezeigt, dass insbesondere Kleinanleger das Risiko ihrer Investitionen nur begrenzt richtig einschätzen.³¹ Zum anderen sind über ein Start-up in der Regel wenig belastbare Daten verfügbar und somit seine Erfolgsaussichten schwer zu prognostizieren.³² Aufgrund ihrer begrenzten finanziellen und personellen Ressourcen werden die Unternehmen insbesondere beim Erwerb von Unternehmensbeteiligungen auch keine kostenintensiven Unternehmensbewertungen durch externe Dienstleister vorhalten. Bei einer unternehmenseigenen Bewertung besteht allerdings die Gefahr von Informationsasymmetrien, indem bewusst ein zu hoher Unternehmenswert kommuniziert wird, um den Anlegern Erfolg versprechende Perspektiven aufzuzeigen.³³ Die Plattformen bieten in der Regel keine operative Unterstützung oder fachliches Know-how. Eine Evaluierung der Unternehmensbewertung findet zumeist

²⁶ *Schmitt/Doetsch*, BB 2013, 1451 (1453); *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1415); *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1789).

²⁷ BGHZ 156, 38: Grundsätzlich beinhaltet jede Kapitalanlage für Anleger ein unternehmerisches Risiko, das die Selbstverantwortung der Kapitalanleger fordert.

²⁸ *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1412).

²⁹ *Müller-Christmann*, DB 2011, 749 (751).

³⁰ *Dapp/Laskawi*, 2014, S. 9: Wenn Anleger an der Entwicklung des Unternehmenswerts beteiligt werden, so erfolgt zum Auslauf der Investition eine Unternehmensbewertung aufgrund einer vertraglich vereinbarten Bewertungsmethodik.

³¹ Vgl. Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente vom 15.05.2014, ABl. L 173, Erwägungsgrund 104.

³² *Schmitt/Doetsch*, BB 2013, 1451 (1452).

³³ *Dapp/Laskawi*, 2014, S. 9.

nicht statt. Sie prüfen in der Regel das zu finanzierende Vorhaben und den vom Start-up aufgestellten Businessplan auf Erfüllung formeller Anforderungen. Allenfalls führen sie eine vereinfachte Due Diligence im Umfang einer Plausibilitätsprüfung durch.³⁴ Eine umfassende Abwägung der Vor- und Nachteile der Investition kann daher für Anleger nur auf der Grundlage von Businessplänen und Unternehmensvideo schwierig sein, zumal die Investitionsentscheidungen in äußerst kurzer Zeit zu treffen sind. Die Komplexität der Investitionsentscheidung wird durch die geringe Investitionssumme und die Diversifizierung des Portfolios allenfalls relativiert.

2. Emittenten zwischen Start- und Anschlussfinanzierung

Der Frage nach der Unternehmensfinanzierung stellt sich grundsätzlich für jedes Start-up. Sie haben im Gegensatz zu etablierten Unternehmen mit hohem Marktwert und Bekanntheitsgrad erhebliche Markteintrittsbarrieren zu überwinden. Der Zugang zu Finanzierungen ist ein großes Problem für junge Unternehmen, wenn weder öffentliche finanzielle Unterstützung noch Bankdarlehen oder Beteiligungskapital zur Verfügung stehen. Sowohl durch die Finanzkrise als auch durch die allgemeine gesamtwirtschaftliche Lage vergeben Banken wegen der Verringerung des Fremdkapitalanteils weniger Kredite mit langen Laufzeiten³⁵ und institutionellen Anlegern mangelt es bei Start-ups an Vertrauen und Risikobereitschaft. Der Zufluss an Venture Capital kann zur effektiven Schließung von Finanzierungslücken führen, ist jedoch häufig mit hohen formalen Anforderungen sowie in der Regel mit der Abgabe von Informations-, Kontroll- und Mitwirkungsrechten an den Investor verbunden. Die Beteiligung von Business-Angels, einer nicht-institutionell geprägten Finanzierungsform, ist ebenfalls mit dem Erwerb von Unternehmensanteilen des Start-ups verbunden. Alternativ zu den aufgezeigten Möglichkeiten kann das in der Frühphase benötigte Startkapital zur Realisierung des Geschäftskonzepts durch Crowdfunding über eine Plattform beschafft werden. Die Start-ups müssen dazu einen Selektionsprozess durchlaufen. Die Kosten des Crowdfundings sind für die Emittenten überschaubar, insbesondere wenn die Prospektspflicht entfällt³⁶ und der Marketingeffekt berücksichtigt wird. Die meisten Unternehmen, die über Crowdfunding-Portale Investoren suchen, sind nicht älter als zwei Jahre.³⁷ Dabei nutzen die Emittenten eher Portale aus ihrem regionalen Umfeld, während die Anleger regionale Grenzen grundsätzlich überwinden.³⁸ Ein erfolgreiches Investment kann die Wirtschaftlichkeit des Geschäftsmodells bestätigen und als positives Signal für die Umsetzung einer realistischen Geschäftsidee gewertet werden. Darüber hinaus fungiert die Vielzahl der Kleinanleger als Multiplikator, um das Unternehmen bekannt zu machen und in ihrem direkten Umfeld neue Kunden zu werben.

³⁴ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237 (241)

³⁵ Europäische Kommission, KOM (2013) 150 final, S. 20.

³⁶ Für Kosten für ein Wertpapierprospekt betragen ca. 80.000 € und stellen eine erhebliche Belastung für (junge) Unternehmen dar.

³⁷ Schmitt/Doetsch, BB 2013, 1451 (1452).

³⁸ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237 (246).

Bislang gibt es bereits einige Insolvenzen von Unternehmen, die mittels Crowdfunding über Plattformen finanziert wurden.³⁹ 2013 wurde z.B. das Hotelbuchungsportal bet-andsleep nach einem Jahr Geschäftstätigkeit abgewickelt. 161 Anleger, die über companisto investierten, verloren ihre Beteiligungen von insgesamt 100.000 €. ⁴⁰ Bei BluePatent, einem im Oktober/November 2011 mit 153 Anlegern und 100.000 € über Seedmatch finanzierten Start-up, wurde im Februar 2014 das Insolvenzverfahren eröffnet. Über das Start-up konnten Nutzer insbesondere die Gültigkeit eines Patents oder die Verletzung eigener Schutzrechte durch Plagiate prüfen lassen. Neben stagnierenden Umsatzzahlen führte das Sonderkündigungsrecht eines Investors bezüglich seines Darlehensvertrags, mit dem innerhalb von 10 Tagen die Rückzahlung von 100.000 € fällig wurde, zur Zahlungsunfähigkeit. Die Besonderheit bei BluePatent bestand darin, dass erstmals eine Folgeinvestition in ein crowdfinanziertes Start-up auf dem deutschen Markt durch das UK-Unternehmen Steelhouse Ventures Limited erfolgte. Zum einen könnte Crowdfunding die Emittenten grundsätzlich zur Realisierung auch weniger tragfähiger Konzepte verleiten.⁴¹ Zum anderen stellt die Sicherstellung der Anschlussfinanzierung für die Unternehmen eine große Herausforderung dar, nachdem Crowdfunding für die Anschubfinanzierung genutzt wurde. Weitere Finanzierungsrunden -durch Banken und Kreditinstitute, Business-Angels oder Venture-Capital-Fonds- gelingen nur wenigen Start-up-Unternehmen. Da zwischen jedem Investor und dem Emittenten ein eigenständiges Vertragsverhältnis abgeschlossen wird, müsste bei einer Anschlussfinanzierung eine Auseinandersetzung mit der Vielzahl von Anlegern erfolgen. Die Vielzahl an Kleinanlegern mit Unternehmensbeteiligungen wirkt sich hierbei nur dann nicht nachteilig aus, wenn im Vorfeld eine Bündelung der Anleger, z.B. durch ein Pooling als Kapitalverwaltungsgesellschaft, erfolgt, die ein einheitliches Auftreten der Investoren und eine entsprechende Veräußerung oder Ablösung von Darlehen ermöglicht.⁴² Dadurch würde allerdings der Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs eröffnet und es bestünde eine Erlaubnispflicht. Bislang scheitert jedes dritte Start-up in den ersten drei Jahren.⁴³ Nur in Einzelfällen ließ sich auch eine Anschlussfinanzierung über Crowdfunding-Plattformen sicherstellen.⁴⁴ Im März 2015 hat Paymey Insolvenz angemeldet, nachdem das junge Unternehmen über Seedmatch in zwei Runden 400.000 Euro über die Crowd eingesammelt hat, um das Bezahlen mit dem Smartphone zu vereinfachen.

Der prognostizierte Zuwachs an Portalen und ihre Diversifizierung wird zu einem verschärften Wettbewerb des Crowdfundings und damit zu veränderten Anforderungen an die Emittenten hinsichtlich der Tragfähigkeit/Förderung ihrer Geschäftskonzepte führen. Zudem wird auch eine Zunahme der Insolvenzen crowdfinanzierter Unternehmen erwartet.⁴⁵

³⁹ Beispiele für Insolvenzen: easyCard (Seedmatch) Investoren 100.000 €; foodiesquare (Seedmatch) 530.000 €; Zapitano (Companisto) 106.895 €; sportrade (Companisto) 100.000 €; Amsaa und TarsGermany (beide Deutsche Mikroinvest).

⁴⁰ Moritz, Die Suche nach dem nächsten großen Wurf, Handelsblatt vom 8.9.2013.

⁴¹ Dapp/Laskawi, 2014, S.

⁴² Weitnauer/Parzinger, GWR 2013, 153 (157).

⁴³ KfW, Gründungsmonitor 2013, S. 4, <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Gr%C3%BCndungsmonitor/Gr%C3%BCndungsmonitor-2013.pdf>.

⁴⁴ 2014 bei Seedmatch: Paymey 300.000 €, secucloud 500.000 €, Front Row Society 156.250 €, Protonet 3 Mio. €, https://www.seedmatch.de/system/files/campaign/seedmatch_in_zahlen_q4_2014.pdf.

⁴⁵ Dapp/Laskawi, 2014, S. 12.

3. Finanzmarkt zwischen Regulierung und Wettbewerb

Die Finanzierung von Unternehmen -durch den direkten Zugang zu den Kapitalmärkten oder durch zwischengeschaltete Intermediäre- fördert Innovationen, Forschung und Entwicklung und könnte zu Wirtschaftswachstum und zur Schaffung von Arbeitsplätzen beitragen.⁴⁶ Daher soll Unternehmen jeder Größenordnung über offene, wettbewerbsorientierte Märkte der Zugang zu einer verlässlichen und langfristigen Finanzierung ermöglicht werden.⁴⁷ Crowdfunding führt in jedem Fall zu einer Diversifizierung des Finanzierungssystems und schafft für Unternehmen eine (weitere) Möglichkeit, sich unabhängig von Banken über den grauen Kapitalmarkt zu finanzieren. Ein funktionsfähiger Wettbewerb ermöglicht eine für alle Marktakteure effiziente Allokation der Ressourcen. Allerdings birgt der Vorteil des Crowdfundings, sich schnell zu formieren und koordiniert miteinander zu agieren, durchaus auch die Gefahr der Manipulation, die sich negativ auf den Finanzmarkt auswirken könnte. Höher frequentierte Crowdfunding-Plattformen könnten bewusst oder unbewusst dazu benutzt werden, die Anleger zu beeinflussen und durch gruppenspezifische Prozesse (temporäre) Verzerrungen herbei zu führen. Um das Entstehen solcher marktbeherrschender Strukturen und damit einhergehende gravierende Fehlentwicklungen zu verhindern, müsste die Crowd verteilt und dezentral an den Kapitalmärkten operieren.⁴⁸

Regulierungen sind grundsätzlich geeignet, die Erwartungen und Funktionsbedingungen des Marktes zu stabilisieren. Sie ermöglichen eine gerechte Zuordnung der Rechte und Pflichten der Marktteilnehmer, bilden einen verlässlichen Rahmen für ihr Handeln und sorgen für ausreichend Transparenz auf dem Finanzmarkt. Allerdings ist der graue Kapitalmarkt bislang, im Unterschied zum regulierten Kapitalmarkt mit einer Vielzahl von gesetzlichen Vorgaben für die Anbieter- und Kapitalanlagevertriebsseite, in Deutschland weitgehend unreguliert. Im Hinblick darauf, dass sich in den letzten Jahren der internationale Wettbewerb der Finanzplätze intensiviert hat, Crowdfunding weltweit durchgeführt werden kann und damit Länder mit unterschiedlichen Rechtsordnungen involviert sind, gilt es die Entwicklungen in einer globalisierten Welt durch eine Angleichung der Regulierungskonzepte auf supranationales bestenfalls sogar internationaler Ebene zu steuern.⁴⁹ Im Zuge der Herausbildung globaler Risikostrukturen und zunehmender Standortkonkurrenz im Wettbewerb um ausländische Investitionen gewinnt die rechtliche Steuerung als Determinante internationaler Wettbewerbsfähigkeit zunehmend an Relevanz. Sie wird Gegenstand selektiver Entscheidungen, wobei sich insbesondere die Regelungsintensität, -dichte, die damit verbundenen Kosten aber auch die Qualität des Rechts im Fokus der Marktakteure befinden.

Die in der Regel vom Territorialitätsprinzip geprägten nationalen Rechtssysteme mit unterschiedlichen Crowdfunding Regelungen könnten zu einem regulatorischen Wettbewerb führen, der sich letztlich nachteilig auf Marktakteure auswirkt.⁵⁰ So könnten in diesem durch

⁴⁶ Europäische Kommission, KOM (2014) 172 final, S. 11.

⁴⁷ Europäische Kommission, KOM (2013) 150 Final, S. 2.

⁴⁸ Vgl. zur Schwarmintelligenz *Remer/Lux*, OrganisationsEntwicklung 2009, 68 ff.

⁴⁹ Vgl. *Kirby/Worner*, Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast, SWP 3/2014.

⁵⁰ Vgl. hierzu grundsätzlich *Christiansen*, MMR 2000, 123 (127).

Wettbewerb angestoßenen Prozess, der einer Spirale nach unten gleicht, unter Umständen Schutzstandards aufgeben, die sich nachteilig auf das Vertrauen in das System auswirken können, so genanntes „race to the bottom“.⁵¹ Außerdem ist zu berücksichtigen, dass das hoch organisierte Marktgeschehen gleichzeitig immer komplexer wird und eine Eigendynamik entwickelt, die von außen kaum noch durchschaubar und kontrollierbar ist. Um Transparenz und Rechtssicherheit herzustellen, bedarf es einer Angleichung nationaler Regulierungen. Ansonsten besteht die Gefahr, dass einerseits mit großem Aufwand verbundene und unausgereifte Regulierungsmaßnahmen die Entwicklung des Crowdfunding hemmen könnten. Andererseits ein zu schwacher Anlegerschutz im Falle von Verlusten das Vertrauen der Anleger in das Crowdfunding beeinträchtigen könnte. In jedem Fall müssten zumindest nationale und supranationale (europäische) Vorschriften (Obergrenzen für Einzelinvestitionen, Schwellenwert für Prospektspflichten, Vorschriften zur Transparenz, Eignungsprüfung der Anlage) abgestimmt und an den Bedarf des Crowdfunding angepasst werden.⁵² Unterschiedliche Ansätze in den Mitgliedstaaten könnten zu Rechtsunsicherheit und zu einer Zergliederung des Binnenmarkts führen.⁵³ Es gilt daher, die internationalen Entwicklungen durch eine Angleichung der Regulierungskonzepte auf supranationaler bestenfalls sogar auf internationaler Ebene zu steuern ohne Grenzen für das „natürliche“ Wettbewerbsverhalten zu schaffen.⁵⁴

Im Hinblick auf die Bedeutung des Crowdfundings für die Finanzmärkte ist die Festlegung rechtlicher Rahmenbedingungen mit den verstärkten Regulierungstendenzen der letzten Jahre zur Stärkung der Finanz- und Kapitalmärkte grundsätzlich geboten. Anlegerschutz und Marktintegrität scheinen bei einer Auftragsausführung an einem vergleichsweise hoch regulierten und umfassend überwachten Marktplatz sichergestellt zu sein. Um möglichst effizient zu sein, muss der Regulierungsrahmen aber auch geeignete Anreize setzen. Ein schwacher Anlegerschutz kann im Falle von Verlusten das Vertrauen der Anleger in das Crowdfunding beeinträchtigen, wenn sein individuelles Risikobewusstsein nicht angemessen ausgeprägt ist. Eine hohe Regelungsdichte, die sich zu Lasten des Crowdfundings auswirkt, gilt es daher grundsätzlich zu vermeiden. Inhaltlich bedarf es einer Auseinandersetzung sowohl mit dem Informationsbedarf als auch mit der Ausweitung des Wissens in einer globalisierten Welt.

Im Hinblick auf die zunehmenden Aktivitäten von Anlegern und einem immer komplexeren und umfangreicheren Spektrum an Dienstleistungen auf den Finanzmärkten, sollte der Rechtsrahmen der Europäischen Union das volle Angebot der anlegerorientierten Tätigkeiten abdecken. Folglich ist es erforderlich, den betreffenden Rechtsrahmen zu harmonisieren.

⁵¹ Zum Beispiel bei einem Wettbewerb der Gesellschaftsrechte befürchteter Effekt, vgl. hierzu BGH, ZIP 2000, 967, 968.

⁵² Europäische Kommission, KOM (2014) 172 final, S. 10.

⁵³ Europäische Kommission, KOM (2014) 172 final, S. 9.

⁵⁴ Auf supranationaler Ebene werden die Anstrengungen zur Förderung der Angleichung der Regulierungskonzepte unterstützt: vgl. hierzu IOSCO 2014, Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast“ SWP3/2014; Europäische Kommission, KOM (2014) 172 final, S. 13, Europäische Kommission, KOM (2013) 150 final, S. 20.

IV. Crowdfunding-Plattformen als Regulierungsadressaten zur Verhaltenssteuerung der Nutzer?

Das Bedürfnis der Start-ups nach Frühfinanzierungskapital und die Bereitschaft der Privatanleger zur Schwarminvestition eröffnete den Crowdfunding-Portalen ihr Nischendasein und fördert das Wachstum des Aktionsradius der eigenständig agierenden (finanziellen) Netzwerke.⁵⁵ Grundsätzlich können sich Unternehmen zwar auch ohne die entsprechenden Portale des Finanzierungsinstruments des Crowdfundings bedienen.⁵⁶ Dies setzt allerdings eine entsprechende Reichweite der eigenen Internetpräsenz voraus und ist für Start-ups daher meist wenig geeignet. Die Plattformen übernehmen die Aufgabe der schnellen und „kostengünstigen“ Zusammenführung einer Vielzahl von Investoren mit den Emittenten und nutzen die Dynamik und Viralität des Internets.⁵⁷ Ihre Attraktivität steigt, je mehr Nutzer vorhanden sind, da der einzelne Nutzer auf eine große Community mit einem entsprechenden Informations- und Kommunikationsbedarf trifft. Gleichzeitig erhöht sich mit jedem Nutzer die Anzahl der für den Plattformbetreiber verfügbaren Daten, die für ihn einen nicht unerheblichen Vermögenswert darstellen können.⁵⁸

Die Portale sind keine Anteilseigner der emittierenden Unternehmen und partizipieren nicht unmittelbar an deren Unternehmenserfolg. Bei der Erbringung der Einlageleistung durch die Anleger sind sie in keiner Weise involviert. Es muss ihnen gelingen, innerhalb der durchweg kurzen Fundingzeit größtmögliches Vertrauen, dem wesentlichen Element des Crowdfundings, zwischen den Akteuren zu generieren und zu erhalten. Dies ist eine besondere Herausforderung, da das Vertrauen der Anleger selbst bei Vorfällen, die die Anleger nicht unmittelbar betreffen, relativ schnell beeinträchtigt werden kann.⁵⁹ Bisher profitieren die Portale vom Vertrauenscredit der wachsenden Nutzergemeinde sowie dem zunehmenden Misstrauen, das gerade jüngere Menschen den etablierten Institutionen der Bank- und Finanzwelt entgegen bringen.⁶⁰ Dies enthebt sie allerdings nicht der Verpflichtung, sich eine Reputation als seriöser „Marktplatz“ aufzubauen. Die genaue Kenntnis der Funktionsweise der Plattform, eine ausreichende Transparenz über die Plattformgebühren sowie die Chancen und Risiken des Crowdfundings sind dabei von zentraler Bedeutung für die Bildung von Vertrauen der Stakeholder und damit für das nachhaltige Wachstum der Crowdfunding-Portale. Der Vertrauensaufbau erfolgt somit durch die Produktion von Informationen, auf denen die rationalen Entscheidungen der Anleger beruhen können. Ein Auskunftsvertrag zwischen Portal und Anleger mit der Verpflichtung die wirtschaftliche Tragfähigkeit des Emittentenkonzepts inhalt-

⁵⁵ O.V., Die Bank 2014, 64 (65).

⁵⁶ Das Familienunternehmen Butlers hat 2013 eine eigene Crowdfunding-Kampagne mit Genussrechtsemission zum Einwerben von 10 Mio € durchgeführt.

⁵⁷ Remer/Lux, Organisationsentwicklung 2009, 68 (71).

⁵⁸ Erd, NVwZ 2011, 19.

⁵⁹ Die Nachricht über die Insolvenz des Windkraftunternehmens Procon, in das 75.000 Anleger insgesamt 1,4 Milliarden Euro in Procon-Genussrechte investiert und auf Zinsen zwischen sechs und acht Prozent gehofft. Am 1.5.2014 war das Insolvenzverfahren über das Vermögen der Procon Regenerative Energien GmbH eröffnet worden, weil das Unternehmen nach Gerichtsangaben überschuldet und zahlungsunfähig war. Procon hat mehr als 50 Windparks im Portfolio und ist auch an verschiedenen anderen Projekten im Bereich der erneuerbaren Energien beteiligt.

⁶⁰ O.V., Die Bank 2014, 64 (65).

lich zu überprüfen, entsteht dabei allerdings nicht.⁶¹ Vielmehr handelt es sich um ein Verhandlungsvertrauen, aus dem sich im Gegensatz zum qualifizierten Vertrauen keine Rücksichtnahmepflichten in Form von Informationspflichten gegenüber den Anlegern ergeben.⁶² Die Plattformen müssen nicht über Umstände aufklären, die -aus Sicht der Anleger- für den Abschluss der Beteiligungsverträge relevant sind, sondern nur hinsichtlich der Plattformnutzung.⁶³

Grundsätzlich können durch die Internet-Technologie Informationsasymmetrien zwischen klassischen Kapitalgebern und -nehmern gesenkt werden.⁶⁴ Dabei kommt den Portalen als „Mittler“ zwischen Emittent und Anleger eine Gatekeeper-/Schnittstellenfunktion zu, die den Informationsfluss und damit die Investments der Crowd entscheidend steuert. Sie selektieren vorab die Emittenten und können den Vertragsschluss durchaus beeinflussen. Es stellt sich die Frage, inwieweit die Portale ihrer Aufgabe gerecht werden können, wenn sie sich aus Provisionen der Emittenten finanzieren und damit aus finanzieller Perspektive ein besonderes (wirtschaftliches) Eigeninteresse daran haben, in kurzer Zeit hohe Investitionsvolumina zu erzielen.⁶⁵

Obwohl die Crowdinvesting-Plattformen grundsätzlich die Akteure über nationale Grenzen hinweg zusammenbringen könnten, sind deutsche Portale insbesondere wegen der unterschiedlichen Regulierungen zumeist nur national und nicht grenzüberschreitend tätig. Sie agieren in Deutschland bislang weitgehend außerhalb entsprechender Regelungen. Entsprechend ihrem Potenzial der nachhaltigen Ergänzung traditioneller Finanzierungsquellen für Start-ups, könnten sich die Portale als Regulierungsadressaten zur Steuerung des Verhaltens der Emittenten und der Anleger anbieten.⁶⁶ Dabei gilt es allerdings verschiedene Aspekte zu beachten.

Allerdings ist zu beachten, je höher das Niveau des Anlegerschutzes durch gesetzliche Anforderungen hinsichtlich Informations-, Beratungs- und Dokumentationspflichten ist, desto mehr steigt der Verwaltungsaufwand für die Anbieter und damit die Kosten. Der Wettbewerb zwischen den traditionellen Kreditinstituten und den Plattformen könnte ebenso wie der Wettbewerb zwischen den Plattformen untereinander zurückgehen.⁶⁷ Denkbar wäre eine Pflicht der Portale zur Untersuchung der Emittenten, zur Investor Education⁶⁸ oder zumindest unterstützend die Einführung von Gütezeichen in Verbindung mit bestimmten Standards.⁶⁹ Eine Regulierung könnte die Anerkennung von Plattformen mit ihrem letztlich anonymen Charakter verbessern, die Sichtbarkeit dieser Finanzierungsform stärken⁷⁰ und als begleitende Maßnah-

⁶¹ Vgl. hierzu *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1412): Das bloße Bewerben der „sorgfältig ausgewählte Start-ups als Investmentchance“ ist nicht ausreichend, um nach dem Empfängerhorizont einen Rechtsbindungswillen zu begründen; a.A. *Jansen/Pfeiffle*, ZIP 2012, 1842 (1859).

⁶² *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1412), BGH, 17.10.1989 – XI ZR 173/88 = NJW 1990, 506. Zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung der Plattformbetreiber vgl. *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1795).

⁶³ Vgl. BGH, 28.11.2001 – VII ZR 37/01 = NJW 2002, 1042 (1043).

⁶⁴ *Dapp/Laskawi*, 2014, 3.

⁶⁵ *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (264).

⁶⁶ *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (264).

⁶⁷ Europäische Kommission, KOM (2014) 172 final, S. 11.

⁶⁸ *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (264).

⁶⁹ In Großbritannien haben Selbstregulierungsstellen bereits Regeln eingeführt, die von Plattformen einzuhalten sind, um ein Gütezeichen des Verbands zu erhalten.

⁷⁰ Europäische Kommission, KOM (2014) 172 final, S. 12.

me zum Vertrauensaufbau beitragen. Um die grenzüberschreitende Tätigkeit von Crowdfunding-Portale zu fördern, sind isolierte nationale Lösungen wenig zielführend und externe Effekte, die im Rahmen des regulatorischen Wettbewerbs stattfinden und sich nachteilig auf die Marktakteure auswirken, zu vermeiden.

V. Fazit

Crowdfunding bietet mit seinem großen Potential unterschiedlichsten Akteuren ein Feld für unternehmerische Betätigung. Die Crowdfunding-Portale nehmen dabei eine zentrale Rolle komplexer Investitionsmöglichkeiten ein, da sie die Interaktion und kollaborative Zusammenarbeit der Nutzer, durch die Beziehungen zwischen den Nutzern entstehen, unterstützen und steuern. Für die Nutzer der Portale entstehen beim Crowdfunding nicht nur Chancen sondern auch Risiken, die durch geeignete Vertragskonstruktionen bei ihnen verbleiben. Den Anlegern kann der Verlust der Einlage drohen und den Unternehmen der „Marktzugang“ verwehrt werden. Die Portale müssen neben operationalen Risiken (Rechtsrisiken, Vertrauens- und Reputationsrisiken) mit der Unberechenbarkeit der sprunghaften Dynamik der Crowd rechnen, der bei Bedarf ein Gegensteuern erfordert.

Die Herausforderung für die Portale besteht darin, in einem sich in mehreren Dimensionen verschärfenden Wettbewerb der Finanzierungsmöglichkeiten, der Crowdfunding-Portale untereinander sowie der Gesetzgeber ihrer (Vermittler-) Rolle gerecht zu werden, Transparenz herzustellen und Qualitätskriterien zu erfüllen, die -angesichts des noch nicht angemessen ausgeprägten Bewusstseins für die Risiken des Crowdfundings in Deutschland⁷¹- über die Einfachheit der Bedienung, das einzigartige Nutzungserlebnis und das Hervorrufen von Emotionen durch die Nutzung⁷² hinausgehen. Bislang unterliegen sie noch weitgehend dem Steuerungsmechanismus der Selbstregulierung. Die angemessene Berücksichtigung der vielfältigen Interessenlagen beim Crowdfunding durch den Gesetzgeber wird auf nationaler und supranationaler Ebene zunehmend diskutiert. Dabei kommen die Portale aufgrund ihrer Gatekeeper-/Schnittstellenfunktion als Regelungsadressaten in Betracht. Dabei gilt es grundsätzlich gleichermaßen, Rechtsklarheit zu schaffen und belastende Regulierungsanforderungen, Rechtsunsicherheit und Fehlanreize zu vermeiden. Ob und inwieweit das Kleinanlegerschutzgesetz dazu beitragen wird, bleibt abzuwarten. Um die Potenziale des Crowdfundings vollumfänglich ausschöpfen zu können, erscheint es unerlässlich, einheitliche bzw. harmonisierte Regelungen zu schaffen.

Literaturverzeichnis

Bareiß, A. (2012): Filmfinanzierung 2.0, in: ZUM 2012, 456-464.

Brem, A./Wassong, N. (2014): Wer investiert warum? In: ZfKE 2014, 31-55.

⁷¹ *Dapp/Laskawi*, 2014, S. 11.

⁷² Vgl. hierzu die Hauptdimensionen zur Qualitätsmessung von Social Media Plattformen nach *Bruhn/Schäfer/Schwarz/Lauber*, Marketing Review St. Gallen 2011, 36 (39).

- Bruhn, M./Schäfer, D./Schwarz, J./Lauber, M.* (2011): Facebook, Twitter, YouTube und Co. – Erwartungen der Nutzer an Social-Media-Plattformen, in: *Marketing Review* St. Gallen 2011, 36-42.
- Christiansen, P.* (2000): Selbstregulierung, regulatorischer Wettbewerb und staatliche Eingriffe im Internet, in: *MMR* 2000, 123-129.
- Centre for Strategy & Evaluation Services* (2012): Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies Final report; EVCA Yearbook 2012, http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_Presentation_all.pdf
- Dapp, T./Laskawi, C.* (2014): *Crowdfunding – Trübt die Euphorie der Crowd das Risikobewusstsein?* Frankfurt 2014.
- Erd, R.* (2011): Datenschutzrechtliche Probleme sozialer Netzwerke, in: *NVwZ* 2011, 19.
- European Banking Federation* (2012): *Facts and Figures 2012*, Brüssel 2012.
- Goetzpartners* (2014): „Crowdbanking – Die Revolution der Bankenwelt bis 2020. Folgen von Social Media für die Finanzdienstleistungsbranche“, Studie, München 2014.
- Hemer, J.* (2011): A Snapshot on Crowdfunding, Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research, Working Papers Firms and Regions No R2/2011, Karlsruhe 2011.
- Herr, S./Bantleon, U.* (2015): Crowdinvesting als alternative Unternehmensfinanzierung – Grundlagen und Marktdaten in Deutschland, in: *DStR* 2015, 532-540.
- Jansen, J./Pfeiffle, T.* (2012): Rechtliche Probleme des Crowdfundings, in: *ZIP* 2012, 1842-1852.
- KfW* (2013): Gründungsmonitor 2013, S. 4, <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Gr%C3%BCndungsmonitor/Gr%C3%BCndungsmonitor-2013.pdf>.
- Kirby, E./Worner, S.* (2014): Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast, *SWP* 3/2014.
- Kletsch, M.* (2013): *Crowdinvesting – Schwarmfinanzierung*, Praxishandbuch für Gründer, München 2013.
- Klöhn, L./Hornuf, L.* (2012): Crowdinvesting in Deutschland: Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven, in: *ZBB* 2012, 237-266.
- Meschkowski, A./Wilhelmi F.* (2013): *Investorenschutz im Crowdinvesting*, in: *BB* 2013, 1411-1418.
- Müller-Christmann, B.* (2011): Das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, in: *DB* 2011, 749-751.
- Neef, A.* (2012): *Leben im Schwarm – Ein neues soziotechnisches Paradigma transformiert Gesellschaft und Märkte*, 3. Ausgabe, 2012.
- Nietsch, M./Eberle N.* (2014): Bankaufsichts- und prospektrechtliche Fragen typischer Crowdfunding-Modelle, in: *DB* 2014, 1788-1795.
- Ordanini, A./Miceli, L./Pizzetti, M./Parasuraman, A.* (2011): Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms, in: *Journal of Service Management* 2011, 443-470.
- Remer, A./Lux, S.* (2009): Überleben durch Beweglichkeit, in: *OrganisationsEntwicklung* 2009, 68-72.
- Schmitt, C./Doetsch, M.* (2013): Crowdfunding: neue Finanzierungsmöglichkeit für die Frühphase innovativer Geschäftsmodelle, in: *BB* 2013, 1451- 1453.

Weitnauer, W. (2015): „Crowdinvesting 2.0“ nach dem Kleinanlegerschutzgesetz, in: GWR 2015, 309-313.

Weitnauer, W./Parzinger, J. (2013): Das Crowdinvesting als neue Form der Unternehmensfinanzierung, in: GWR 2013, 153-158.

Windbichler, C. (2013): Gesellschaftsrecht, München 2013.

LÜNEBURGER BEITRÄGE ZUR GRÜNDUNGSFORSCHUNG

1. Tegtmeier, S.: Erklärung der individuellen Existenzgründungsabsicht: die „Theory of Planned Behavior“ als sozialpsychologisches Modell im Gründungskontext, Juni 2006.
2. Braun, S. / Richter, J.: Rechtliche Rahmenbedingungen einer „deutschen“ Limited, Dezember 2006.
3. Schulte, R. / Eggers, F.: Fallstudienentwicklung und –arbeit in der akademischen Gründungsmanagement-Ausbildung. Erfahrungen mit einem fachdidaktischen Ansatz, Dezember 2006.
4. Schulte, R.: Das Gründungspanel NRW: Ergebnisse der Erhebungswelle 2006, März 2007.
5. Deutschmann, M.: What difference a „pre“ makes: University business preincubators in Germany. A national survey. Juni 2007.
6. Braun, S. / Richter, J.: Planspiel zur Existenzgründung und Unternehmensnachfolge als Lehr- und Forschungsmethode, November 2009.
7. Karnani, F. / Schulte, R.: Screening von Gründungspotenzialen – Kompetenz-Ausgründungen aus Hochschulen und Forschungseinrichtungen. Oder: Wie man Innovationspotenziale kartographiert, Januar 2010.
8. Braun, S./Richter, J.: Gründungsaktivitäten im Handelsregisterbezirk Lüneburg: Eine empirische Studie zur Unternehmergeellschaft, Dezember 2010.
9. Streltzki, J.-G.: Erfolgsprädiktoren von Venture Capital Investments, Dezember 2013.
10. Pakura, S.: Unternehmerische Motivation und Wiedergründungsbereitschaft. Eine empirische Untersuchung deutscher Unternehmensneugründungen in der Frühentwicklungsphase, Dezember 2015.
11. Braun, S.: Deutsche Crowdfunding-Portale: neue Geschäftsmodelle für KMU, Dezember 2015.

Universität Lüneburg
Institut für Unternehmensentwicklung
Lehrstuhl Gründungsmanagement
Scharnhorststr. 1
Postfach 2440
21314 Lüneburg
Telefon: 04131/677-2225
Fax: 04131/677-2158
Email: gruendungsmanagement@uni-lueneburg.de
Homepage: www.leuphana.de/gmlg