

# Die Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes\*

26

Christa Hainz, Lars Hornuf, Lars Klöhn, Björn Brauer, Felix Ehrenfried und Gerrit Engelmann\*\*

Der Beitrag untersucht die Auswirkungen der im Sommer 2015 eingeführten Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes. Durch eine stärkere Regulierung soll das Kleinanlegerschutzgesetz für mehr Transparenz für Anlegerinnen und Anleger auf dem »grauen Kapitalmarkt« sorgen. Das Gesetz beinhaltet jedoch auch Ausnahmeregelungen. Diese entbinden sowohl Unternehmen, die sich über eine Crowdfunding-Plattform finanzieren, als auch soziale, gemeinnützige und kirchliche Projekte von der Pflicht einer Prospekterstellung bei der Finanzierung über Vermögensanlagen. Grundlage der Untersuchung dieser Ausnahmeregelungen ist die Crowdfunding-Datenbank, eine Befragung unter sozialen und gemeinnützigen Organisationen sowie Expertengespräche. Zusammenfassend lassen sich rund ein Jahr nach Einführung des Kleinanlegerschutzgesetzes keine starken Effekte für den Markt für Schwarmfinanzierungen in Deutschland erkennen. Die analysierten Daten zeigen auch, dass sich das Anlageverhalten durch die neu eingeführte Pflicht zur Selbstauskunft über das Einkommen und Vermögen der Investierenden nicht verändert hat. Allerdings haben sich die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen in den letzten Jahren weg von stillen Beteiligungen und hin zu partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen entwickelt. Im Bereich sozialer und gemeinnütziger Projekte finden die geschaffenen Ausnahmeregelungen so gut wie keine Anwendung, da andere Vorschriften eine wesentlich einfachere Entbindung von der Prospektspflicht ermöglichen.

Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) vom 3. Juli 2015 enthält zahlreiche Gesetzesänderungen zur Regulierung der Finanzmärkte. Auslöser für die Gesetzesinitiative war vor allem die Insolvenz des Energieunternehmens PROKON, von der ca. 75 000 Kleinanleger betroffen waren. Ziel des KASG ist es, Anlegerinnen und Anleger auf dem sogenannten »grauen Kapitalmarkt«, dem Markt für Finanzprodukte, die deutlich geringerer staatlicher Aufsicht unterliegen, besser zu schützen. Mit dem KASG wurde das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) novelliert und einige Finanzierungsinstrumente einer staatlichen Kontrolle unterstellt, die zuvor nicht in den Anwendungsbereich des VermAnlG fielen. So umfasst das KASG neben der Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts für öffentlich angebotene Vermögensanlagen auch einen Schutzmechanismus, der es Privatanlegern erlaubt, nur einen bestimmten Anteil ihres verfügbaren Vermögens in Vermögensanlagen zu investieren.

Bei der Regulierung des Kapitalmarktes muss der Gesetzgeber Interessen der Anlegerinnen und Anleger sowie der Emittentinnen abwägen. Für die Anlegerinnen und Anleger steht der Schutz des von ihnen investierten Kapitals im Vordergrund, für die Kapitalnehmer der Wunsch nach einem einfachen und kostengünstigen Zugang zu Kapital. Da die Ausgabe eines Prospektes für die Emittentinnen zum Teil erhebliche Kosten verursacht, sieht die Neuregelung des KASG Ausnahmen vor.<sup>1</sup> Unter bestimmten Voraussetzungen sind Schwarmfinanzierungen, soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften vom VermAnlG ausgenommen. Bei den sozialen und gemeinnützigen Projekten sowie den Religionsgemeinschaften soll dadurch »die Vielfalt des sozialen und am Gemeinwohl orientierten gesellschaftlichen Engagements in Deutschland« erhalten bleiben (BT-Drs. 18/4708, S. 60). Schwarmfinanzierungen können gerade in der frühen Phase eines Unternehmens dazu beitragen, bestehende Finanzierungsschwierigkeiten zu überwinden (vgl.

\* Dieser Artikel fasst die wesentlichen Erkenntnisse aus dem für das Bundesministerium für Finanzen erstellten Gutachten »Praxiserfahrungen mit den durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in § 2a bis § 2c Vermögensanlagengesetz« zusammen (Hainz, Hornuf und Klöhn, 2017).

\*\* Christa Hainz, ifo Institut, München, Lars Hornuf und Gerrit Engelmann, Universität Trier, Lars Klöhn und Björn Brauer, Humboldt-Universität zu Berlin, Felix Ehrenfried, Ludwig-Maximilians-Universität München.

<sup>1</sup> Die DICE-Datenbank enthält einen internationalen Vergleich der Regulierungen von Crowdfunding aus Hornuf und Schwienbacher (2017), verfügbar unter: <https://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/facts/DICE/Banking-and-Financial-Markets/Financial-Markets/Financial-Market-Regulation/overview-crowdfunding-regulatory-frameworks.html>, der in Hainz und Hornuf (2016) erläutert wird.

Carpenter und Petersen 2002; Cassar 2004; Lopez de Silanes et al. 2015). Bei Schwarmfinanzierungen können junge Unternehmen ihre innovativen Geschäftsideen auf Online-Plattformen präsentieren und in Finanzierungsrunden um Anlegerinnen und Anleger werben. Das Angebot richtet sich auch an Kleinanleger, da die Mindestbeteiligungen mit teilweise nur 1 Euro sehr niedrig angesetzt sind (vgl. Hornuf und Schwienbacher 2014). Darüber hinaus kann das Crowdfunding einen Werbeeffekt für das emittierende Unternehmen haben und als Indikator für einen möglichen Erfolg der Geschäftsidee am Markt dienen (vgl. Colombo und Shafi 2016).

Hier werden die Auswirkungen dieser Ausnahmeregelungen und ihre Anwendung rund ein Jahr nach der Einführung des KASG untersucht, wobei auf eine umfangreiche Crowdfunding-Datenbank zurückgegriffen wird. Die Datenbasis zur Untersuchung der Befreiungen für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften stellt eine Befragung der relevanten Akteure dar, die im Juli 2016 durchgeführt wurde. Darüber hinaus wurden Expertengespräche geführt.

### Die Änderungen durch das KASG im Detail

Die Gesetzesänderungen des KASG wurden insbesondere am VermAnlG vorgenommen, das das öffentliche Angebot nicht verbriefter Vermögensanlagen regelt.<sup>2</sup> So wurde etwa der Anwendungsbereich des Gesetzes auf partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen erweitert.

Sein Anwendungsbereich ist nur eröffnet, wenn nicht verbrieft Vermögensanlagen (vgl. Tab. 1) öffentlich angeboten werden (§ 1 VermAnlG). Ein Angebot ist öffentlich, wenn es

sich an einen unbestimmten Personenkreis wendet. Das ist insbesondere dann nicht der Fall, wenn bereits eine persönliche Beziehung zwischen Anbieter und Erwerber besteht (vgl. Zwissler 2013).

Von den ebenfalls in Tabelle 1 dargestellten Pflichten und Haftungsvorschriften des VermAnlG werden Ausnahmen gewährt. Abbildung 1 fasst die Ausnahmen und Befreiungsvorschriften zusammen. Bereits vor der Einführung des KASG bestanden in § 2 VermAnlG Ausnahmetatbestände. Finanzierungsprojekte, die von § 2 VermAnlG erfasst sind, werden von den Anforderungen der §§ 5a bis 26 VermAnlG befreit<sup>3</sup>, insbesondere von der Pflicht zur Ausgabe eines Prospekts (§ 6 VermAnlG). Von besonderer praktischer Relevanz sind die Ausnahmen für das öffentliche Angebot von Anteilen an einer Genossenschaft ohne erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb (Nr. 1), für Genossenschaften, die ein partiarisches Darlehen, Nachrangdarlehen oder eine sonstige Anlage ohne erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb öffentlich anbieten (Nr. 1a)<sup>4</sup>, für Privatplatzierungen (*private placements*), bei denen nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden (Nr. 3 lit. a), und für Emissionen, bei denen im Zeitraum von zwölf Monaten der Gesamtverkaufspreis der angebotenen Anteile einer Vermögensanlage 100 000 Euro nicht übersteigt (Nr. 3 lit. b). Darüber hinaus sind Vermögensanlagen ausgenommen, deren Preis pro Investierenden bei mindestens 200 000 Euro liegt (Nr. 3 lit. a), sowie Vermögensanlagen, die nur einem begrenztem Personenkreis angeboten werden (Nr. 6). Die letzte Ausnahme hat allerdings kaum praktische Relevanz.

Neu eingeführt durch das KASG wurden die Befreiungsvorschriften für Schwarmfinanzierungen, soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften. Ähnlich wie in § 2 VermAnlG werden darin für bestimmte Finan-

<sup>2</sup> Weitere Änderungen betreffen etwa den Anlegerschutz im WpHG und im FinDAG, vgl. dazu etwa Buck-Heeb (2015).

<sup>3</sup> Mit Ausnahme von § 18 Abs. 2 und § 19 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG.

<sup>4</sup> Neu eingeführt durch das KASG.

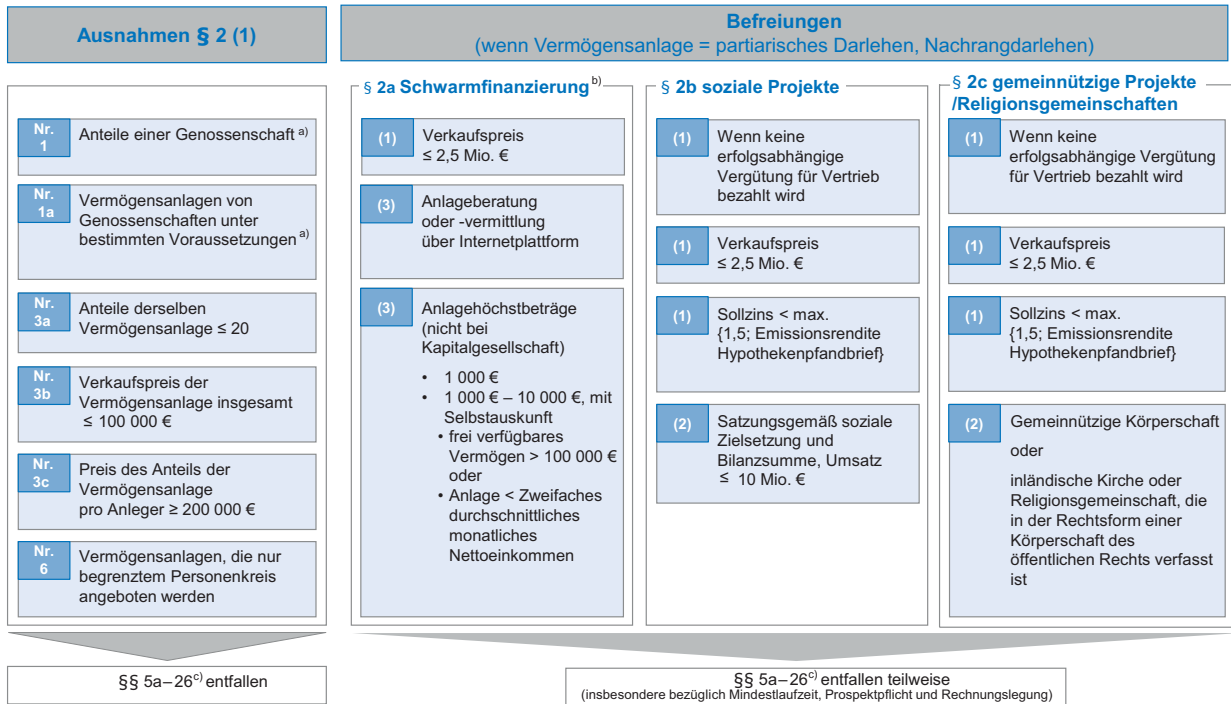
**Tab. 1**  
**Vermögensanlagen und deren Regulierung im VermAnlG**

Vermögensanlagen (vgl. § 1 Abs. 2 VermAnlG)	Regulierung
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren<sup>a)</sup></li> <li>• Anteile an einem Treuhandvermögen</li> <li>• partiarische Darlehen</li> <li>• Nachrangdarlehen</li> <li>• partiarische Nachrangdarlehen</li> <li>• Genussrechte</li> <li>• Namensschuldverschreibung</li> <li>• sonstige Anlagen<sup>b)</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mindestlaufzeit und Kündigung von Vermögensanlagen (§ 5a VermAnlG)</li> <li>• Prospektspflicht (§§ 6 ff. VermAnlG)</li> <li>• Prospekthaftung (§§ 20 ff. VermAnlG)</li> <li>• Rechnungslegung (§§ 23–25 VermAnlG)</li> </ul>
<p><sup>a)</sup> Genossenschaftsanteile, stille Beteiligungen, Anteile an Personengesellschaften (GbR, OHG, KG), GmbH-Anteile und Beteiligungen an ausländischen Unternehmen anderer Rechtsformen. – <sup>b)</sup> Insbesondere Direktinvestments in Sachgüter, z.B. der Erwerb von Schiffscontainern, Güterwagons oder Rohstoffen. Es muss jedoch ein Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewährt oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld ein vermögenswerter auf Barausgleich gerichteter Anspruch vermittelt werden.</p>	

Quelle: Vermögensanlagengesetz; Darstellung der Autoren.

Abb. 1

**Wichtige Ausnahmetatbestände nach §§ 2–2c VermAnlG**



<sup>a)</sup>Wenn keine erfolgsabhängige Vergütung für Vertrieb bezahlt wird, <sup>b)</sup>auch für sonstige Anlagen nach § 1 Abs. 2 Nr. 7, <sup>c)</sup>regeln Mindestlaufzeit und Informationspflichten.  
Quelle: Vermögensanlagengesetz; Darstellung der Autoren.

zierungsprojekte Ausnahmen von den Regelungen des VermAnlG vorgesehen. Die Befreiungskataloge sind nicht ganz so umfangreich wie in § 2 VermAnlG, umfassen allerdings so wichtige Vorschriften wie die Prospektpflicht.

**§ 2a VermAnlG** privilegiert Projekte, die über Crowdinvesting finanziert werden. Neben der Befreiung von der Prospektpflicht enthält § 2a VermAnlG insbesondere Erleichterungen bezüglich der Mindestlaufzeit (§ 5a VermAnlG) und der Rechnungslegung (§§ 23–25 VermAnlG). Die Anwendung des § 2a VermAnlG ist an einige Voraussetzungen geknüpft. So darf der Gesamtverkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotenen Vermögensanlagen derselben Emittentin 2,5 Mio. Euro nicht übersteigen. Ferner werden nur solche Schwarmfinanzierungen gemäß § 2a VermAnlG privilegiert, die mit partiarischen Darlehen, Nachrangdarlehen oder sonstigen Anlagen gemäß § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG durchgeführt werden. Die zu Anfangszeiten des Crowdinvesting häufig eingesetzten stillen Beteiligungen und Genussrechte fallen nicht in den Anwendungsbereich der Ausnahmegesetzgebung und unterliegen damit der vollen Prospektpflicht, solange sie nicht einen Tatbestand des § 2 VermAnlG erfüllen. Außerdem muss die Crowdinvestorin oder der Crowdinvestor gemäß § 2a Abs. 3 VermAnlG eine Selbstauskunft über ihr oder sein Einkommen und Vermögen bei der Plattform abgeben, wenn der Gesamtbetrag der Vermögensanlage derselben Emittentin, die von einer

Anlegerin oder einem Anleger erworben werden, 1 000 Euro übersteigt. Beim Erreichen bestimmter Vermögens- oder Einkommenswerte dürfen Investierende maximal 10 000 Euro anlegen. Diese Beschränkungen gelten jedoch nicht für Kapitalgesellschaften.

**§ 2b VermAnlG** befreit die Emittentinnen ebenfalls von einem Großteil der Vorschriften des VermAnlG. Vor allem die Erstellung eines Prospekts entfällt. Privilegiert werden nur solche Projekte, die in ihrer Satzung eine soziale Zielsetzung festgelegt haben (§ 2b Abs. 2 S. 1 VermAnlG). Was genau als sozial anzusehen ist, wird nicht näher definiert. Im ursprünglichen Gesetzesentwurf der Bundesregierung hieß es, dass die Vorschrift gedacht war für »Projekte zur Schaffung von preisgünstigem Wohnraum und Räumlichkeiten für Kleinstgewerbe oder zum günstigen Aufbau und Unterhalt von Kindertagesstätten.« (BR-Drs. 638/14, S. 46) Während der darauffolgenden Beratungen im Bundestag wurde »bei den sozialen Projekten [...] großen Wert darauf gelegt, eine Ausweitung auf sämtliche Rechtsformen zu erreichen. Man habe mit den gesetzlichen Veränderungen in diesem Bereich vielen betroffenen Projekten und Initiativen geholfen und wolle damit die Vielfalt dieser Projekte in Deutschland erhalten und weiter fördern.« (BT-Drs. 18/4708, S. 57)

Vom Anwendungsbereich des § 2b VermAnlG werden nur partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen erfasst. Soms-

tige Anlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG fallen im Gegensatz zu § 2a VermAnlG nicht unter die Vorschrift. Außerdem darf gemäß § 2b Abs. 1 S. 1 VermAnlG für den Vertrieb der Vermögensanlage keine erfolgsabhängige Vergütung gezahlt werden. Der Gesamtverkaufspreis der Vermögensanlagen ist auf 2,5 Mio. Euro beschränkt, und der vereinbarte jährliche Sollzins (§ 489 Abs. 5 BGB) darf den höheren der beiden Werte von 1,5% oder der marktüblichen Emissionsrendite für Anlagen am Kapitalmarkt in Hypothekenpfandbriefe mit gleicher Laufzeit nicht überschreiten. Die Emittentin muss auch bestimmte Bilanz- und Umsatzanforderungen erfüllen (§ 2b Abs. 2 S.1 VermAnlG).

§ 2c VermAnlG komplettiert die neu eingeführten Befreiungsvorschriften. Die Regelung sieht wie § 2a und § 2b VermAnlG Ausnahmen von den Normen des VermAnlG vor. Sie richtet sich an gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften und wurde erst kurz vor Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens in das KASG mit aufgenommen. Der Gesetzgeber ließ sich von folgenden Erwägungen leiten: »bei den gemeinnützigen Organisationen sei es ebenfalls wichtig gewesen, die ehrenamtlich Tätigen von bürokratischen und zumeist auch kostspieligen Auflagen zu befreien. Damit wolle man auch den Vertrauensvorschuss gegenüber den vielen Millionen Bürgern in Deutschland verdeutlichen, die sich in einem Ehrenamt gemeinnützig engagieren würden.« (BT-Drs. 18/4708, S. 57)

Die Emittentin muss entweder eine Körperschaft sein, die nach § 52 Abs. 2 S. 1 AO als gemeinnützig anerkannt ist, oder eine inländische Kirche oder Religionsgemeinschaft, die in der Rechtsform einer Körperschaft des öffentlichen Rechts verfasst ist. § 52 AO sieht die Verfolgung gemeinnütziger Zwecke als gegeben an, wenn die Tätigkeit der Körperschaft darauf gerichtet ist, die Allgemeinheit auf materiellem, geistigem oder sittlichem Gebiet selbstlos zu fördern (§ 52 Abs. 1 S. 1 AO). Eine Förderung der Allgemeinheit ist nicht gegeben, wenn der Kreis der Personen, dem die Förderung zugutekommt, fest abgeschlossen ist, zum Beispiel Zugehörigkeit zu einer Familie oder zur Belegschaft eines Unternehmens oder infolge seiner Abgrenzung, insbesondere nach räumlichen oder beruflichen Merkmalen, dauernd nur klein sein kann (§ 52 Abs. 1 S. 2 AO). Körperschaften im Sinne des § 52 AO sind solche Rechtssubjekte, die vom Körperschaftssteuergesetz erfasst werden. Damit fallen insbesondere Kapitalgesellschaften, Genossenschaften, Vereine, Anstalten und Stiftungen in den Anwendungsbereich des Körperschaftssteuergesetzes. Von § 2c Abs. 2 Nr. 2 VermAnlG können auch nichtchristliche Religionsgemeinschaften Gebrauch machen. In den letzten Jahren haben zum Beispiel einige muslimische Gemeinden die Rechtsform der Körperschaft des öffentlichen Rechts angenommen.

Im Gegensatz zu § 2a und § 2b VermAnlG besteht bei § 2c VermAnlG keine Pflicht zur Erstellung eines Vermögens-

anlagen-Informationsblatts (§ 13 VermAnlG). Ferner werden nochmals umfangreichere Befreiungen von den Rechnungslegungsvorschriften gewährt, wenn der Gesamtverkaufspreis der Vermögensanlagen 250 000 Euro nicht übersteigt (§ 2c Abs. 1 S. 3 VermAnlG). Ansonsten bestehen vergleichbare Anforderungen wie bei § 2b VermAnlG. Anforderungen an Umsatz- und Bilanzgrößen enthält § 2c VermAnlG hingegen nicht.

Die Anlegerinnen und Anleger, die in Projekte im Anwendungsbereich der §§ 2a bis 2c VermAnlG investieren, erhalten gemäß § 2d VermAnlG ein ebenfalls durch das KASG eingeführtes Widerrufsrecht.

## Befreiungen für Schwarmfinanzierungen: § 2a VermAnlG

### Datengrundlage

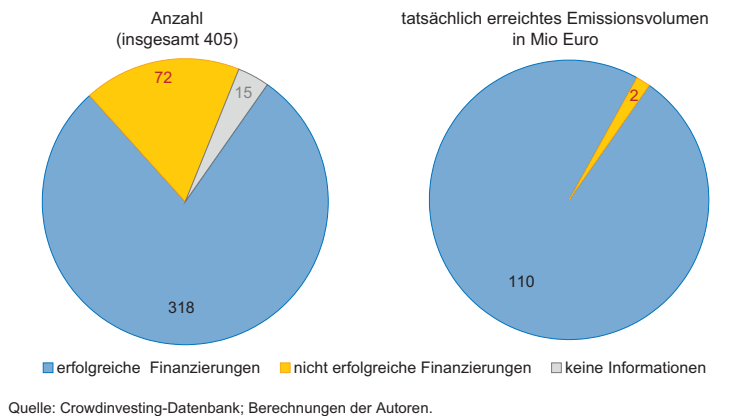
Grundlage der Auswertung des § 2a VermAnlG ist die Crowdfunding-Datenbank, die Lars Hornuf und Lars Klöhn seit dem 1. August 2011 pflegen und aktuell halten.<sup>5</sup> Die Datenbank beinhaltet Informationen zu Start-up-Finanzierungen, Immobilienfinanzierungen, ökologische Projektfinanzierungen und Filmfinanzierungen auf 37 deutschen Crowdfunding-Plattformen. Von diesen 37 Crowdfunding-Plattformen waren im Jahr 2015 noch 22 Portale aktiv, d.h., sie boten in den vorangegangenen zwölf Monaten mindestens eine Finanzierung an. Die vorliegende Auswertung deckt den Markt für Schwarmfinanzierungen, der unter die Befreiungsvorschriften in § 2a VermAnlG fällt, nahezu vollständig ab. Die Untersuchung berücksichtigt den Beobachtungszeitraum vom 1. August 2011 bis 1. Juni 2016, d.h., es werden alle Schwarmfinanzierungen seit Beginn dieser neuen Finanzierungsform untersucht.

### Entwicklung des Crowdfunding-Marktes 2011–2016

Bis zum 1. Juni 2016 boten deutsche Crowdfunding-Portale wie Companisto, Exporo und Seedmatch 405 Finanzierungen an, von denen 318 erfolgreich vermittelt wurden (vgl. Abb. 2). Mit 238 erfolgreichen Finanzierungen fällt der Großteil der Schwarmfinanzierungen in den Bereich Unternehmensfinanzierung. Außerdem können 33 Projekte der Immobilienfinanzierung zugeordnet werden sowie 47 ökologischen und sozialen Projekten bzw. Filmfinanzierungen. Insgesamt betrug das Finanzierungsvolumen 110 Mio. Euro. Davon entfielen 66 Mio. Euro auf die Finanzierung von (Start-up-)Unternehmen, 36 Mio. Euro auf die Immobilienfinanzierung und 8 Mio. Euro auf ökologische und soziale Projekte sowie die Filmfinanzierung.

<sup>5</sup> Erste Veröffentlichungen basierend auf dieser Crowdfunding-Datenbank erschienen bereits in einschlägigen Fachzeitschriften (Klöhn und Hornuf 2012; Klöhn und Hornuf 2015; Hornuf und Neuenkirch 2017; Klöhn, Hornuf und Schilling 2016a; 2016b; 2016c).

**Abb. 2**  
**Erfolgreiche und nicht erfolgreiche Finanzierungen sowie tatsächlich erreichtes Emissionsvolumen vom 1. August 2011 bis 1. Juni 2016**



Obwohl seit dem Jahr 2011 zahlreiche neue Crowdinvesting-Portale gegründet wurden, konzentrieren sich die erfolgreich finanzierten und volumenstarken Finanzierungen auf wenige Portale. Allein der Marktführer Companisto konnte über 27 Mio. Euro vermitteln. Bei Seedmatch waren es ebenfalls knapp 27 Mio. Euro. Der Immobilienfinanzierer Exporo hat seit dem Jahr 2014 bereits Finanzierungen in Höhe von 17 Mio. Euro vermittelt. Der deutsche Crowdinvesting-Markt wuchs in den Jahren von 2011 bis 2015 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 220%. Eine Finanzierungsphase dauerte bei erfolgreichen Emittentinnen 68 Tage. Bei der Mehrzahl der Emittentinnen handelt es sich um junge Unternehmen. Von den 405 Emittentinnen wurden 310 nach 2009 gegründet. Drei Viertel der Emittentinnen waren zum Finanzierungsbeginn jünger als drei Jahre.

Betrachtet man die Wirtschaftszweige, denen die finanzierten Unternehmen und Projekte zugeordnet werden können, fällt auf, dass besonders häufig Schwarmfinanzierungen im Bereich Information und Kommunikation sowie im Bereich Handel durchgeführt wurden. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass ein Großteil der finanzierten Unternehmen ein internetbasiertes Geschäftsmodell verfolgt. Das größte Finanzierungsvolumen wurde bislang im Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen realisiert.

**Höhe und Art der Vermögensanlage**

Eine Auswertung nach dem Gesamtverkaufspreis zeigt, wie in Abbildung 3 dargestellt, dass 253 von 318 Emittentinnen weniger als 500 000 Euro einsammelten. Insgesamt machten diese Emittentinnen allerdings nur ein Drittel des Gesamtmarkt volumens aus. Auf die restlichen 65 Emittentinnen entfielen hingegen 66% des Gesamt-

markt volumens. Davon begaben lediglich sechs Emittentinnen mehr als 2,5 Mio. Euro. In den elf Monaten nach Inkrafttreten des KASG konnten die Portale insgesamt nur noch 24 Mio. Euro vermitteln. In den elf Monaten davor waren es noch 31 Mio. Euro.

Die bei Schwarmfinanzierungen verwendete Vermögensanlagen haben sich in den letzten Jahren weg von stillen Beteiligungen und hin zu partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen entwickelt (vgl. Abb 4). Bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass partiarische Darlehen auch allgemein die mit Abstand am häufigsten genutzten Vermögensanlagen waren, gefolgt von stillen Beteiligungen und Nachrangdarlehen. Insgesamt fünf Emittentinnen boten Wertpapiere am Markt

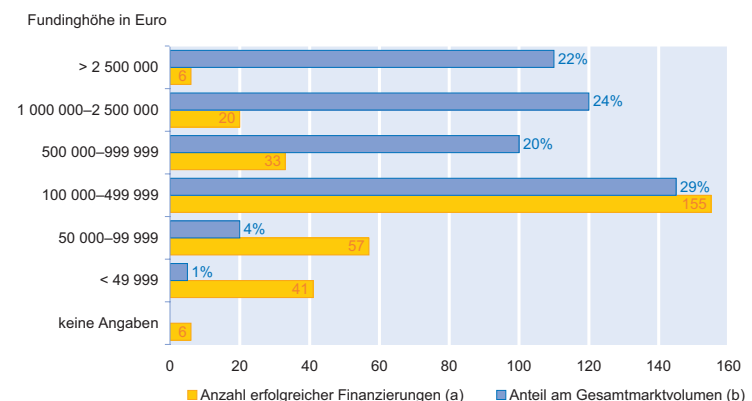
an. Partiarische Darlehen machen mit 64 Mio. Euro und Nachrangdarlehen mit 30 Mio. Euro zusammen rund 85% des Emissionsvolumens aus. Immobilien-Emittentinnen bieten meist Nachrangdarlehen an. Nur drei Immobilien-Emittentinnen nutzen partiarische Darlehen und stille Beteiligungen. Zwei der Immobilien-Emittentinnen boten Wertpapiere an.

**Eigenschaften der Anlegerinnen und Anleger und Anlagebeträge**

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

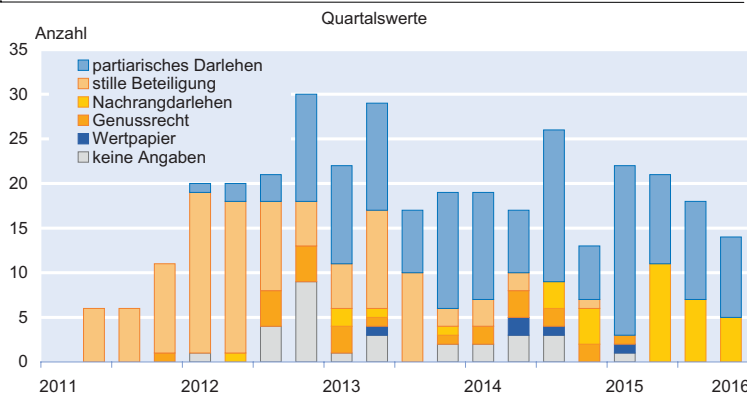
Das KASG sieht eine Pflicht zur Offenlegung des Vermögens durch Selbstauskunft bei Anlagebeträgen von mehr als

**Abb. 3**  
**Erfolgreiche Finanzierungen sowie der Anteil am Gesamtmarkt volumens im Zeitraum vom 1. August 2011 bis 1. Juni 2016**



(a) Insgesamt 318. (b) Insgesamt 110 Mio. Euro.  
 Quelle: Crowdinvesting-Datenbank; Berechnungen der Autoren.

**Abb. 4**  
**Angebotene Vermögensanlagen<sup>a)</sup>**

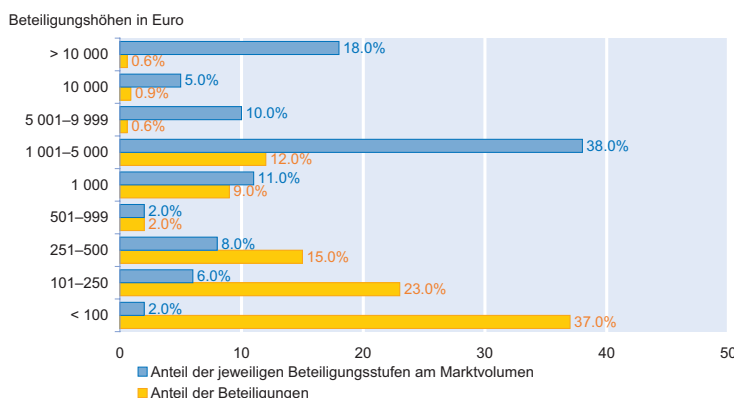


<sup>a)</sup> Insgesamt 351. Vom 4. Quartal 2011 bis 2. Quartal 2016.

Quelle: Crowdinvesting-Datenbank; Berechnungen der Autoren.

1 000 Euro vor. Würden die Anleger versuchen, die Offenlegung zu vermeiden, sollten sie häufig exakt 1 000 Euro investieren. Außerdem begrenzt das KASG die Investments eines einzelnen Anlegers in eine Vermögensanlage auf 10 000 Euro. Sollte diese Obergrenze binden, würde man auch hier mit einem Anstieg der Beobachtung bei diesem Schwellenwert erwarten. Um die Verteilung der Anlagebeträge zu analysieren, wurden 56 456 Investments von 137 Emissionen auf vier verschiedenen Crowdinvesting-Plattformen untersucht. Anlegerinnen und Anleger, die mehr als 1 000 Euro investierten, machen zwar zahlenmäßig nur 15% aller Investierenden auf dem Crowdinvesting-Markt aus, sie bringen mit 72% jedoch den Großteil der am Markt investierten Mittel auf. In den elf Monaten vor und nach Inkrafttreten des KASG waren es konstant 13% der Anlegerinnen und Anleger, die mehr als 1 000 Euro investierten. Die Anzahl der Investierenden, die exakt 1 000 Euro investierten, blieb nach Inkrafttreten des KASG nahezu unverändert. Die Anzahl der Investierenden, die über 10 000 Euro investierten, nahm nach Inkrafttreten des KASG ab und sank von 0,6% auf 0,1%. Die Zahl derjenigen Investierenden, die exakt 10 000 Euro inves-

**Abb. 5**  
**Beteiligungshöhen auf dem Crowdinvestingmarkt<sup>a)</sup>**



<sup>a)</sup> n = 56 456, N = 137 Emissionen von Companisto, Innovestment, Seedmatch and United Equity.

Quelle: Crowdinvesting-Datenbank; Berechnungen der Autoren.

tierten, nahm hingegen nur leicht zu und stieg von 0,9% auf 1,1% an. Aus diesen Beobachtungen kann geschlossen werden, dass sich das Anlageverhalten durch die neu eingeführte Pflicht zur Selbstauskunft über die Vermögenslage nicht verändert hat.

**Marktkonsolidierung und ausländische Crowdinvesting-Plattformen**

Bislang hat keine deutsche Crowdinvesting-Plattform ihren Sitz ins Ausland verlegt. Allerdings schlossen sich zwei deutsche Crowdinvesting-Plattformen mit dem österreichischen Portal Conda zusammen. Bereits im Jahr 2014 vollzog die Münchner Mashup Finance den Zusammenschluss und im Jahr 2016 die Plattform Bankless24. Prinzipiell könnten sich deutsche Emittentinnen auch auf den großen Portalen im Ausland finanzieren. Für Österreich, die Schweiz und Großbritannien wurden sieben Plattformen untersucht. Dabei konnten in Österreich und in der Schweiz insgesamt vier aus Deutschland stammende Emittentinnen identifiziert werden.

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

*Methodische Herangehensweise und Datenerhebung*

Im Vergleich zu den Schwarmfinanzierungen ist der Markt, auf dem sich Emittentinnen mit sozialen und gemeinnützigen Projekten finanzieren, sehr viel weniger transparent. Deshalb wurde eine andere methodische Herangehensweise gewählt, um die Emittentinnen, die unter die Befreiungsvorschriften in § 2b und § 2c VermAnlG fallen könnten, zu ermitteln und zu charakterisieren. In der ersten Stufe wurden die relevanten Bereiche durch Expertengespräche mit Verbänden und Praktikern identifiziert. Durch eine umfassende Online-Recherche wurden die einzelnen Emittentinnen aus den zuvor als relevant identifizierten Bereichen ermittelt. In der zweiten Stufe fand eine Datenerhebung zu den durchgeführten Projekten und ausgegebenen Vermögensanlagen der zuvor ermittelten Emittentinnen statt.

Die für soziale Projekte ermittelten Bereiche sind Energie, Wohnen, Dorfläden sowie Lebens- und Arbeitsgemeinschaften. Die gemeinnützigen Projekte und Religionsgemeinschaften umfassen die Bereiche Kirchen und Religionsgemeinschaften, Freie Schulen (z.B.

Waldorfschulen, Montessorischulen), Stiftungen sowie Pflegeeinrichtungen (z.B. Hospize). Insgesamt wurden 507 Fragebögen versandt. Bis zum Abschluss der Studie erhielten wir 45 Antworten (32 von sozialen Projekten und 13 von gemeinnützigen Projekten). Da wir keine Antworten von Religionsgemeinschaften erhalten haben, sprechen wir im Weiteren nur noch von gemeinnützigen Projekten, wenn es um die Befreiungen nach § 2c VermAnlG geht.

Für die Interpretation der Ergebnisse ist es wichtig, sich die Beschränkungen bei der Datenerhebung zu vergegenwärtigen. Für die potenziell von §§ 2b und 2c VermAnlG betroffenen Organisationen gibt es keine Datengrundlage wie die Crowdinvesting-Datenbank. Damit konnte für die Befragung nicht auf eine Grundgesamtheit zurückgegriffen werden. Vielmehr wurde versucht, durch umfangreiche Recherchen die Grundgesamtheit zu erschließen. Außerdem können bei der freiwilligen Befragung Selektionsprobleme entstehen. Es kann Gründe geben, die mit der Finanzierung des Projekts bzw. der Ausgabe der Vermögensanlage im Zusammenhang stehen, die die Bereitschaft zur Teilnahme an der Befragung beeinflussen. Überdies ist die Stichprobe mit 45 Beobachtungen klein. Auch wenn der erhobene Datensatz möglicherweise nicht als repräsentativ angesehen werden kann, ermittelt die Studie doch erstmals die Finanzierungsmuster von sozialen und gemeinnützigen Projekten und gibt dadurch wichtige Hinweise auf deren Finanzierungsverhalten.

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

### *Organisationsform und Ziele der Emittentinnen*

Während sich als sozial klassifizierte Projekte hauptsächlich als Genossenschaft oder Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt) organisieren, favorisieren Projekte, die als gemeinnützig anerkannt sind, die Rechtsform eines eingetragenen Vereins oder einer Stiftung. Im Bereich sozialer Projekte werden die Verkaufserlöse der meisten Vermögensanlagen zum Bau, Kauf oder Betrieb von Immobilienprojekten sowie für Renovierungen verwendet, gefolgt vom Aufbau/Betrieb von Anlagen zur Energieerzeugung. Bei den gemeinnützigen Projekten wurden die Mittel vor allem für den Bau oder Umbau von Schulen eingesetzt. Gleichzeitig nutzen die Schulen die aus den sogenannten »Elterndarlehen« verfügbaren Mittel, um einen Teil ihrer Betriebsmittel zu finanzieren.

Bei den sozialen Projekten liegt die durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme bei knapp unter 2,5 Mio. Euro. Im

Schnitt wurde etwas über 50% des Projektvolumens von sozialen Projekten durch eine Vermögensanlage finanziert. Ähnliches gilt für die Investitionssummen im Bereich gemeinnütziger Projekte: Hier liegt das durchschnittliche Investitionsvolumen knapp unter 2 Mio. Euro und somit niedriger als bei den sozialen Projekten. Gleichzeitig ist der prozentuale Anteil einer Vermögensanlage an der Finanzierung eines Projektes mit rund 47% geringfügig niedriger als bei sozialen Projekten.

### *Verwendete Vermögensanlagen*

Für soziale Projekte wurden oft Nachrangdarlehen genutzt. Außerdem wurden relativ häufig Anteile ausgegeben, die eine Beteiligung am Unternehmensergebnis gewähren (hauptsächlich Genossenschaftsanteile und stille Beteiligungen). Auch der Großteil der gemeinnützigen Projekte finanziert sich über Nachrangdarlehen. Jedoch werden ähnlich viele Projekte über Finanzierungsinstrumente finanziert, die nicht als Vermögensanlage gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG zu charakterisieren sind, wie beispielsweise zinslose Darlehen oder Darlehen gegen Bürgschaften von Banken.

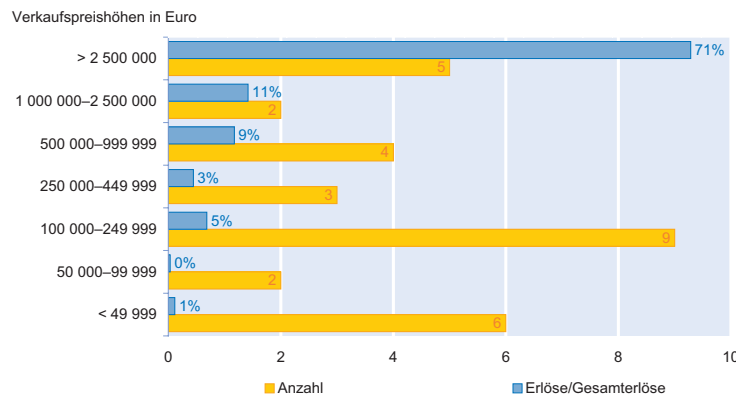
Bei den Emittentinnen im sozialen Bereich verfügen wir über Informationen zu den Zinssätzen von 14 Nachrangdarlehen und einem partiarischen Darlehen. Bei einem Nachrangdarlehen wurde keine Verzinsung vereinbart. Die Zinssätze bewegen sich im Bereich von 0,1% bis 4,5%. Häufig wurde eine Spanne von Zinssätzen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

Bei den sieben Nachrangdarlehen von gemeinnützigen Emittentinnen wurde für vier Nachrangdarlehen keine Verzinsung vereinbart. Dies deutet darauf hin, dass Nachrangdarlehen im gemeinnützigen Bereich anders als im sozialen Bereich häufiger unverzinslich sind. Für die anderen drei Nachrangdarlehen wurden Zinsspannen angegeben, die sich zwischen 0% und 4% bewegen. Insgesamt lässt sich bei den angegebenen Zinsspannen kein zeitlicher Trend feststellen.

Im Bereich sozialer Projekte wurden überwiegend Vermögensanlagen mit einem Verkaufspreis bis 250 000 Euro emittiert. Ein Drittel der Emissionen umfasste einen Verkaufspreis zwischen 100 000 Euro und 250 000 Euro. Insgesamt 20% der Vermögensanlagen wiesen einen Verkaufspreis bis 50 000 Euro auf. Immerhin 16% der Emissionen erlösten mehr als 2,5 Mio. Euro.

Bei den gemeinnützigen Projekten wurde bei knapp der Hälfte der Vermögensanlagen ein Verkaufspreis bis zu 250 000 Euro Erlöst. Allerdings wurden keine Vermögensanlagen mit einem Verkaufspreis von über 1 Mio. Euro ausgegeben. Auch im Bereich zwischen 250 000 Euro und 1 Mio. Euro lag die Mehrheit der Emissionen (mit einem Drittel aller Emissionen) zwischen 250 000 Euro und 500 000 Euro. Aus dieser Beschreibung lässt sich schließen,

**Abb. 6**  
**Verkaufspreis für soziale Projekte<sup>a)</sup>**



<sup>a)</sup> Insgesamt 31.  
Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Berechnungen der Autoren.

dass gerade im Bereich gemeinnütziger Projekte Vermögensanlagen mit geringerem Volumen emittiert werden als im sozialen Bereich.

**Erfüllung der Befreiungstatbestände**

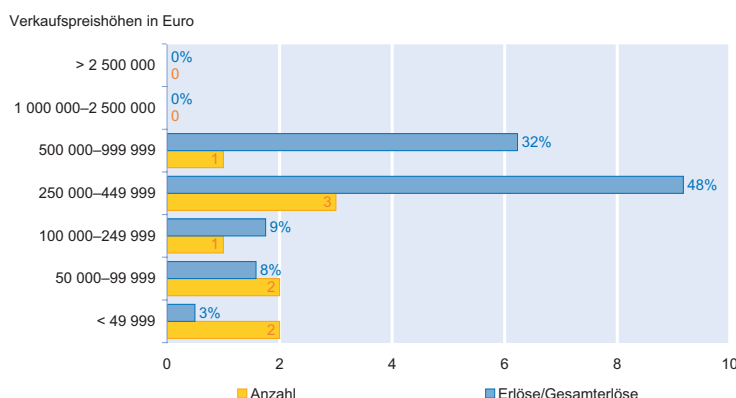
Für keine der in der Befragung erfassten Vermögensanlagen wurde eine erfolgsabhängige Vergütung für den Vertrieb bezahlt. Von den 30 sozialen Projekten, für die ausreichend Informationen zur Verfügung stehen, um die Anwendbarkeit der Ausnahmen und der Befreiungstatbestände zu beurteilen, wären vier vom gesamten Pflichten- und Haftungskatalog des VermAnlG erfasst worden, wenn sie nach Einführung des KASG durchgeführt worden wären. Für alle anderen Projekte wären die Ausnahme- bzw. Befreiungsregelungen zum Tragen gekommen. Bis auf ein Projekt, das möglicherweise von der Befreiung des § 2b VermAnlG Gebrauch machen hätte können, wären alle an-

Ausnahmen von § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a und b VermAnlG gegolten hätten und das VermAnlG nicht zur Anwendung gekommen wäre.

**Perzeptionsfragen**

Darüber hinaus wurde in dem Fragebogen nach einer Einschätzung der Finanzierungssituation allgemein und nach einer Beurteilung von Vermögensanlagen gefragt. Insgesamt zeigen die Daten eine sehr große Heterogenität in der Nutzung verschiedener Finanzierungsquellen durch diese Projekte. Die Finanzierung durch Bankkredite wird von den befragten Emittentinnen sehr unterschiedlich eingeschätzt. Für einen Teil der Projekte ist sie eine wichtige Finanzierungsquelle, und häufig funktioniert der Zugang zu Krediten reibungslos. Ein anderer Teil der Projekte legt Wert darauf, sich nicht über Banken zu finanzieren. Und schließlich gibt es Projekte, die durch die Ausgabe einer Vermögensanlage ihr Eigenkapital erhöhen, um so eine Kreditfinanzierung zu ermöglichen.

**Abb. 7**  
**Verkaufspreis für gemeinnützige Projekte<sup>a)</sup>**



<sup>a)</sup> Insgesamt 9.  
Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Berechnungen der Autoren.

Auf die Frage, ob sie mit der Wahl der Vermögensanlage (z.B. stille Beteiligung oder Nachrangdarlehen) zufrieden sind, reagierten die meisten Befragten mit Zustimmung. Gleichzeitig spielten für die befragten Emittentinnen steuerliche Gründe und Mitspracherechte von Investierenden bei der Wahl ihrer Vermögensanlage keine Rolle. Bezüglich der Prospektspflicht gab die Hälfte der Befragten an, dass die mögliche Befreiung ihrer Vermögensanlage von der Prospektspflicht für ihre Wahl irrelevant gewesen sei. Jedoch bestätigten rund 27%, dass es ihnen bei der Wahl der Vermögensanlage um die Vermeidung der Prospektspflicht gegangen wäre.



### Expertengespräche

Um ein genaueres Bild der praktischen Relevanz der §§ 2a–2c VermAnlG zu erhalten, führte die Forschungsgruppe Expertengespräche durch, also offene Befragungen von Personen, die aufgrund ihrer besonderen Position am Markt über wertvolle Informationen zu den durch das KASG eingeführten Befreiungsvorschriften verfügen könnten. Die angesprochenen Expertinnen und Experten setzten sich aus Vertreterinnen und Vertretern von Ermittentinnen, Investierenden, Plattformbetreiberinnen und Plattformbetreibern, Branchenverbänden, Aufsichtsbehörden und Finanzdienstleistern zusammen.

Die Befreiungsvorschriften für Schwarmfinanzierungen haben nach einheitlichen Aussagen der Expertinnen und Experten eine sehr hohe Relevanz. Dieses Ergebnis deckt sich mit unserer Datenanalyse des deutschen Crowdfunding-Marktes.

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

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

### Schlussfolgerungen

Im Vorfeld der Einführung des KASG stand die Befürchtung im Raum, dass dadurch das Wachstumspotenzial des Crowdfunding in Deutschland leiden könnte und die Finanzierungsmöglichkeiten für soziale und gemeinnützige Projekte stark eingeschränkt würden.

Dass es durch die Einführung des § 2a VermAnlG zu einer Reduktion des Marktwachstums von Schwarmfinanzierungen gekommen sei, ist bislang nicht zu konstatieren. Bis zum 1. Juni 2016 vermittelten die am Markt tätigen Schwarmfinanzierungsplattformen Finanzierungen im Wert von 110 Mio. Euro. Das Marktwachstum ging zwar zurück, nahm aber bereits im Jahr 2014 deutlich ab. Eine Ursache dafür könnten die bei einer naiven Portfoliodiversifizierung bislang negativen Renditen sein (vgl. Hornuf und Schmitt 2016), die sich in Zukunft auch durch die meist endfälligen Festverzinsungen oder höhere Exiterlöse kaum zu positiven Renditen

für die Investierenden drehen dürften. Die analysierten Daten zeigen zudem, dass sich das Anlageverhalten durch die neu eingeführte Pflicht zur Selbstauskunft über die Vermögenslage nicht verändert hat. Allerdings haben sich die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen in den letzten Jahren weg von stillen Beteiligungen und hin zu partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen entwickelt. Systemische Risiken gehen von den Crowdfunding-Aktivitäten aufgrund der geringen Marktgröße derzeit nicht aus (vgl. Dorfleitner et al. 2017). Die Marktführer Seedmatch und Companisto vermittelten bis Ende 2015 zusammen 46% des finanzierten Volumens, was auf eine starke Marktkonzentration schließen lässt.

Mit der von uns durchgeführten Befragung liegen erstmals systematisch Informationen über die Finanzierung von sozialen und gemeinnützigen Projekte vor. Die Daten zeigen, dass es so gut wie keine sozialen und gemeinnützigen Projekte gibt, die von den Vorschriften des KASG erfasst würden. Die Vermögensanlagen der meisten Projekte würden unter die Ausnahmen des § 2 VermAnlG fallen. Somit sind die in §§ 2b, 2c VermAnlG neu eingeführten Befreiungsvorschriften in der Praxis kaum relevant. Allerdings haben die in den Fragebögen abgegebenen Kommentare gezeigt, dass bei sozialen und gemeinnützigen Projekten eine große Verunsicherung über die durch das KASG eingeführten Regelungen besteht und die Entscheidungsträger in den Projekten häufig nur unzureichend über die Ausnahmen und Befreiungsregelungen informiert sind.

### Literatur

- Buck-Heeb, P. (2015), »Das Kleinanlegerschutzgesetz«, *Neue Juristische Wochenschrift* (35), 2535–2541.
- Cassar, G. (2004), »The Financing of Business Start-ups«, *Journal of Business Venturing* 19(2), 261–283.
- Carpenter, R.E. und B.C. Petersen (2002), »Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?«, *Review of Economics and Statistics* 84(2), 298–309.
- Dorfleitner, G., L. Hornuf, M. Schmitt und M. Weber (2017), *The Fintech Market in Germany*, Springer, Heidelberg.
- Hainz, C. und L. Hornuf, L. (2016), »Crowdfunding«, *CESifo DICE Report* 14(1), 67–69.
- Hainz, C., L. Hornuf und L. Klöhn (2017), *Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes*, ifo Forschungsbericht 78, im Erscheinen, ifo Institut, München.
- Hornuf, L. und M. Neuenkirch (2017), »Pricing Shares in Equity Crowdfunding«, *Small Business Economics*, im Erscheinen.
- Hornuf, L. und M. Schmitt (2016), »Success and Failure in Equity Crowdfunding«, *CESifo DICE Report* 14(2), 16–22.
- Hornuf, L. und A. Schwiabacher (2014), »The Emergence of Crowdfunding in Europe: With an In-Depth Analysis of the German Market«, Munich Discussion Paper No. 2014-43, verfügbar unter: <http://epub.ub.uni-muenchen.de/21388/>, aufgerufen am 11. Juli 2016.

Hornuf, L. und A. Schwienbacher (2017), »Should Securities Regulation Promote Equity Crowdfunding«. *Small Business Economics*, im Erscheinen.  
Klöhn, L. und L. Hornuf, L. (2012), »Crowdinvesting in Deutschland – Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven«, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 24(4), 237–266.

Klöhn, L. und L. Hornuf, L. (2015), »Die Regelung des Crowdfunding im Regierungsentwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes: Inhalt, Auswirkungen, Kritik, Änderungsvorschläge«, *Der Betrieb* 68(1), 47–53.

Klöhn, L., L. Hornuf und T. Schilling (2016a), »The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions«, *European Company Law* 13(2), 56–66.

Klöhn, L., Hornuf, L. und T. Schilling (2016b), »Crowdinvesting-Verträge – Inhalt, Entwicklung und praktische Bedeutung«, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 27(3), 142–178.

Klöhn, L., Hornuf, L. und T. Schilling (2016c), »Financial Contracting in Crowdinvesting – Lessons from the German Market«, SSRN Working Paper Nr. 2839041, verfügbar unter: <https://ssrn.com/abstract=2839041>, aufgerufen am 27. Dezember 2016.

Lopez de Silanes, F., J. McCahery, D. Schoenmaker und D. Staniscic (2015), *The European Capital Markets Study Estimating the Financing Gaps of SMEs*, verfügbar unter: [http://www.dsf.nl/wp-content/uploads/2015/09/European-Capital-Markets-Study\\_2015\\_FINAL-15-7.pdf](http://www.dsf.nl/wp-content/uploads/2015/09/European-Capital-Markets-Study_2015_FINAL-15-7.pdf), aufgerufen am 27. Dezember 2016.

Zwissler, T. (2013), »§ 8 Rn. 11, Prospekt für Vermögensanlagen und Vermögensanlagen-Informationsblatt«, in: M. Habersack, P. Mülbart und M. Schlitt (Hrsg.), *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, 2. Aufl., C.H. Beck Verlag, München, 159–197.