

Christa Hainz, Lars Hornuf, Lisa Nagel, Sarah Reiter und Eliza Stenzhorn\*

# Die Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes: Eine Follow-up-Studie\*\*

Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) aus dem Jahr 2015 soll durch eine stärkere Regulierung 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. Im vorliegenden Bericht werden die Regelungen des KASG dargestellt. Außerdem werden die Auswirkungen der Ausnahmeregelungen – rund drei Jahre nach Einführung des KASG – analysiert. Grundlage der Untersuchung dieser Ausnahmeregelungen bilden eine umfassende Crowdfunding-Datenbank sowie Befragungen von sozialen und gemeinnützigen Organisationen.

Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) vom 3. Juli 2015 enthält zahlreiche Gesetzesänderungen zur Regulierung der Finanzmärkte. Ziel des KASG ist es, Anlegerinnen und Anleger auf dem sogenannten »grauen Kapitalmarkt«, dem Markt für Finanzprodukte, die einer deutlich geringeren staatlichen Aufsicht unterliegen, besser zu schützen. Mit dem KASG wurde das Vermögensanlagegesetz (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 sicherstellen soll, dass Privatanlegerinnen und -anleger nur einen bestimmten Anteil ihres verfügbaren Vermögens in Vermögensanlagen investieren. Im Zuge einer Evaluierung des KASG im Jahr 2016 wurden die eingeführten Neuerungen teilweise nochmals überarbeitet.

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 Kapi-

talnehmer der Wunsch nach einem einfachen und kostengünstigen Zugang zu Kapital. Da die Ausgabe eines Prospekts für Emittentinnen zum Teil erhebliche Kosten verursacht, sehen die Regelungen 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« (BT-Drs. 18/4708, S. 60) erhalten bleiben. Schwarmfinanzierungen können gerade in der frühen Phase eines Unternehmens dazu beitragen, bestehende Finanzierungsschwierigkeiten zu überwinden (vgl. Carpenter und Petersen 2002; Cassar 2004). 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 lediglich 1 Euro sehr niedrig angesetzt sind (vgl. Hornuf und Schwiabacher 2018). Darüber hinaus kann Crowdfunding einen Werbeeffect für das emittierende Unternehmen haben und als Indikator für einen möglichen Erfolg der Geschäftsidee am Markt dienen (vgl. Colombo und Shafi 2016).

\* Christa Hainz, ifo Institut; Lars Hornuf, Universität Bremen, Max-Planck-Institut für Innovation und Wettbewerb und CESifo; Lisa Nagel, Universität Bremen; Sarah Reiter, ifo Institut; Eliza Stenzhorn, Universität Bremen.

\*\* Dieser Artikel fasst die wesentlichen Erkenntnisse aus dem für das Bundesministerium der Finanzen erstellten Gutachten »Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften in § 2a bis § 2c Vermögensanlagegesetz seit dem 1. Juni 2016« zusammen, das als ifo Forschungsbericht (Hainz und Hornuf 2019) veröffentlicht ist. Wesentliche Teile, insbesondere die Darstellung des KASG, wurden unverändert aus Hainz et al. (2017) übernommen.

<sup>1</sup> Die DICE-Datenbank enthält einen internationalen Vergleich der Regulierungen von Crowdfunding aus Hornuf und Schwiabacher (2017), verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/dice-report-2016-1-hainz-hornuf-march.pdf>, der in Hainz und Hornuf (2016) erläutert wird.

Die Auswirkungen dieser Ausnahmeregelungen und ihre Anwendung wurden bereits 2016 – rund ein Jahr nach Einführung des KASG – untersucht (vgl. Hainz, Hornuf und Klöhn 2017; Hainz et al. 2017). In der Zwischenzeit wurden die Regelungen des KASG teilweise nochmals überarbeitet. Im vorliegenden Bericht werden die Regelungen des KASG sowie die vorgenommenen Änderungen und Aktualisierungen dargestellt. Außerdem werden die Auswirkungen der Ausnahmeregelungen – rund drei Jahre nach Einführung des KASG – erneut analysiert. Für die Untersuchung der Befreiungen für Schwarmfinanzierungen wird auf eine umfangreiche Crowdinvesting-Datenbank, die seit dem 1. August 2011 gepflegt wird, zurückgegriffen. Die Untersuchung der Befreiungen für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften basiert auf zwei Befragungen der relevanten Akteure, die im Sommer 2016 bzw. 2018 durchgeführt wurden.

**DAS KLEINANLEGERSCHUTZGESETZ AUS DEM JAHR 2015**

**Die Befreiungsvorschriften**

Die Gesetzesänderungen des KASG im Jahr 2015 wurden insbesondere am VermAnlG vorgenommen, das wiederum das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen regelt.<sup>2</sup> So wurde etwa der Anwendungsbereich des Gesetzes auf partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen erweitert. Der Anwendungsbereich des KASG ist eröffnet, wenn Vermögensanlagen (vgl. Tab. 1) im Inland 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 Anbieterinnen und Anbietern sowie Erwerberinnen und Erwerbern 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,<sup>3</sup> und insbesondere von der Pflicht zur Ausgabe eines Prospekts (§ 6 Verm-

AnlG) befreit. 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. 3c), und für Emissionen, bei denen im Zeitraum von zwölf Monaten der Gesamtverkaufspreis der angebotenen Anteile einer Vermögensanlage 100 000 Euro nicht übersteigt (Nr. 3b). Darüber hinaus sind Vermögensanlagen ausgenommen, deren Preis pro Investierenden bei mindestens 200 000 Euro liegt (Nr. 3a), sowie Vermögensanlagen, die nur einem begrenzten Personenkreis angeboten werden (Nr. 6). Die letzte Ausnahme hat allerdings kaum praktische Relevanz.

Neu eingeführt durch das KASG wurden die Befreiungsvorschriften für (i) Schwarmfinanzierungen (§ 2a VermAnlG), (ii) soziale Projekte (§ 2b VermAnlG) sowie (iii) gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften (§ 2c VermAnlG). Ähnlich wie in § 2 VermAnlG werden darin für bestimmte Finanzierungsprojekte Ausnahmen von den Regelungen des VermAnlG vorgesehen. Die Befreiungskataloge sind nicht so umfangreich wie in § 2 VermAnlG, umfassen allerdings so wichtige Vorschriften wie die Prospektspflicht.

§ 2a VermAnlG privilegiert Projekte, die über Crowdinvesting finanziert werden. Die wichtigste Privilegierung ist der Wegfall der Prospektspflicht gem. § 6 VermAnlG. Der Anbieter muss lediglich ein Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) gem. § 13 VermAnlG erstellen. Neben der Befreiung von der Prospektspflicht enthält § 2a VermAnlG insbesondere Erleichterungen bezüglich der Mindestlaufzeit (§ 5a VermAnlG) und der Rechnungslegung (§§ 23–25 VermAnlG). Die Anwendung des § 2a VermAnlG ist an einige Voraus-

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

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

Vermögensanlagen (vgl. § 1 Abs. 2 VermAnlG)	Pflichten und Haftungsvorschriften des VermAnlG
<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>• Namensschuldverschreibungen</li> <li>• Sonstige Anlagen</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>

<sup>a</sup> Genossenschaftsanteile, stille Beteiligungen, Anteile an Personengesellschaften (Gbr, OHG, KG), GmbH-Anteile und Beteiligungen an ausländischen Unternehmen anderer Rechtsformen.

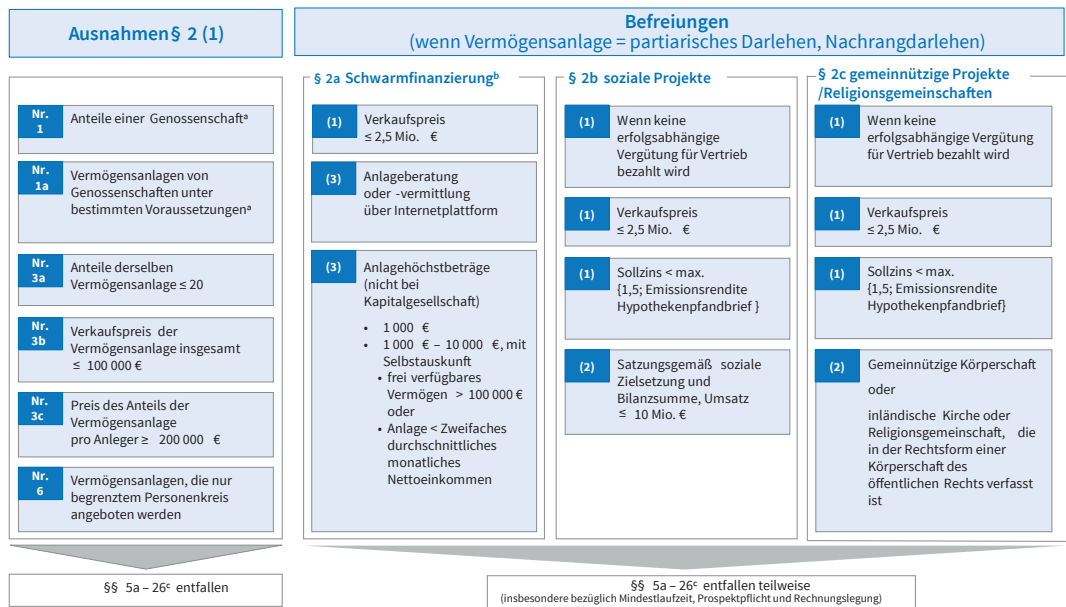
Quelle: Vermögensanlagegesetz; Darstellung der Autoren.

<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.

Abb. 1

Wichtige Ausnahmetatbestände nach §§ 2–2c VermAnlG



<sup>a</sup> Wenn keine erfolgsabhängige Vergütung für den 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.

© ifo Institut

setzungen geknüpft: So darf der Gesamtverkaufspreis der angebotenen Vermögensanlagen derselben Emittentin 2,5 Mio. Euro nicht übersteigen (siehe zu diesem Merkmal auch »Änderungen und Aktualisierungen«, S. 6 f.). Ferner werden nur solche Crowdfinanzierungen 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 Crowdfunding häufig eingesetzten stillen Beteiligungen fallen nicht in den Anwendungsbereich der Ausnahmenvorschrift und unterliegen damit der vollen Prospektspflicht, solange sie nicht einen Tatbestand des § 2 VermAnlG erfüllen. Außerdem müssen die Crowdfinanzierer gemäß § 2a Abs. 3 VermAnlG eine Selbstauskunft über ihr 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.

Eine wichtige Einschränkung betrifft den Vertriebskanal. Vermögensanlagen dürfen gem. § 2a Abs. 3 VermAnlG nur von Internet-Dienstleistungsplattformen im Wege der Anlagevermittlung oder Anlageberatung vertrieben werden. Dafür kommen nur Dienstleister in Betracht, die durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet sind, mit Hilfe der Selbstauskunft die formale Einhaltung der soeben genannten Anlagegrenzen zu überprüfen. Die

Plattformpflicht knüpft an die Gatekeeper-Funktion an, die den Crowdfunding-Plattformen als wiederholten Akteuren (*repeat players*) zugeschrieben wird.

**§ 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 heißt es, dass die Vorschrift 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) gedacht war. Während der darauffolgenden Beratungen im Bundestag wurde »bei den sozialen Projekten [...] großen Wert darauf gelegt, eine Ausweitung auf sämtliche Rechtsformen zu erreichen« (BT-Drs. 18/4708, S. 57). 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. Vom Anwendungsbereich des § 2b VermAnlG werden nur partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen erfasst. Sonstige 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 Vergü-

tung 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) 1,5% oder (2) der marktüblichen Emissionsrendite für Anlagen am Kapitalmarkt in Hypothekendarfbriefe mit gleicher Laufzeit nicht überschreiten. Die Emittentin muss auch bestimmte Bilanz- und Umsatzanforderungen erfüllen (§ 2b Abs. 2 S. 1 VermAnlG).

**§ 2c VermAnlG** komplettiert die Befreiungsvorschriften. Die Regelung sieht wie § 2a und § 2b VermAnlG Ausnahmen von den Normen des VermAnlG vor und richtet sich an gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften. 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, 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, sein. § 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. Beispiele hierfür sind die Zugehörigkeit zu einer Familie oder zur Belegschaft eines Unternehmens (§ 52 Abs. 1 S. 2 AO). Körperschaften im Sinne des § 52 AO sind solche Rechtssubjekte, die vom Körperschaftsteuergesetz erfasst werden. Damit fallen insbesondere Kapitalgesellschaften, Genossenschaften, Vereine, Anstalten und Stiftungen in den Anwendungsbereich des Körperschaftsteuergesetzes. Von § 2c Abs. 2 Nr. 2 VermAnlG können auch nichtchristliche Religionsgemeinschaften Gebrauch machen, da zum Beispiel in den letzten Jahren einige muslimische Gemeinden die Rechtsform der Körperschaft des öffentlichen Rechts angenommen haben.

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

AnlG. Bei der Emission darf keine erfolgsabhängige Vergütung gezahlt werden, und der Gesamtverkaufspreis der Vermögensanlagen ist auf 2,5 Mio. Euro beschränkt. Ferner gelten die bei § 2b VermAnlG beschriebenen Beschränkungen bezüglich des vereinbarten jährlichen Sollzinssatzes. Anforderungen an Umsatz- und Bilanzgrößen bestehen bei § 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.

### Änderungen und Aktualisierungen

Auf die Empfehlung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages hin wurden einige der durch das KASG betroffenen Vorschriften im Rahmen des Umsetzungsgesetzes zur Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie punktuell ergänzt. Diese Änderungen beruhen sämtlich auf den Handlungsempfehlungen des Evaluierungsberichts der Bundesregierung zum KASG aus dem Jahr 2016. Die folgenden Änderungen wurden vorgenommen:

- Beim Schwellenwert von 2,5 Mio. Euro gem. § 2a VermAnlG wurde die Bezugnahme auf den Anbieter gestrichen. Dadurch wird klargestellt, dass der Schwellenwert von 2,5 Mio. Euro nicht einzeln für jede Crowdfunding-Plattform berechnet wird, sondern kumulativ für die Emittentin, unabhängig davon, über wie viele Plattformen die Vermögensanlage vertrieben wird.
- Um die Gatekeeper-Funktion der Crowdfunding-Plattformen sicherzustellen, werden alle Emittenten von der Privilegierung ausgenommen, die auf das Unternehmen, das die Internet-Dienstleistungsplattform betreibt, unmittelbar oder mittelbar maßgeblichen Einfluss ausüben können. Eine personelle Verknüpfung oder aktienrechtliche Verbundenheit sind als Regelungsbeispiele keine harte Voraussetzung für diese Einflussmöglichkeit.
- Grundlegend überarbeitet wurden die Regelungen zum VIB. Gem. § 13 Abs. 2 VermAnlG erfolgt nun eine formale Prüfung des VIB durch die BaFin. Erst nach der Gestattung durch die BaFin darf das VIB veröffentlicht werden (§ 13 Abs. 2 S. 1 VermAnlG) und das Angebot beginnen (§ 13 Abs. 1 VermAnlG). Zudem wurde das VIB stärker formalisiert – die Reihenfolge der Angaben ist nunmehr zwingend – und muss einige neue Pflichtangaben zum Risiko des Totalausfalls und zu den Entgelten der Crowdfunding-Plattformen enthalten. Schließlich müssen Crowdfunding-Plattformen die VIBs gem. § 13a VermAnlG ohne Zugangsbeschränkung auf ihren Internetseiten zur Verfügung stellen, um zu verhindern,

dass Investierende das VIB erst nach Vertragsabschluss erhalten (vgl. Klöhn 2017).

Bei den Befreiungsvorschriften der §§ 2b, 2c VermAnlG für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften gab es aufgrund der fehlenden praktischen Erfahrungen entsprechend den Empfehlungen des Berichts der Bundesregierung keine Neuerungen.

**BEFREIUNGEN FÜR SCHWARMFINANZIERUNGEN: § 2A VERMANLG**

**Datengrundlage**

Grundlage der Auswertung des § 2a VermAnlG ist die Crowdfunding-Datenbank, die Lars Hornuf seit dem 1. August 2011 pflegt und aktuell hält.<sup>5</sup> Die Datenbank beinhaltet Informationen zu Finanzierungen auf 56 deutschen Crowdfunding-Plattformen. Von diesen 56 Plattformen waren im Jahr 2017 noch 24 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. April 2018, d.h., es werden alle Schwarmfinanzierungen seit Beginn dieser neuen Finanzierungsform untersucht.

**Entwicklung des Crowdfunding-Marktes 2011–2018**

Bis zum 1. April 2018 boten deutsche Crowdfunding-Portale (wie etwa Companisto, Exporo, Kapilendo oder Seedmatch) insgesamt 846 Finanzierungen an, von denen 743 erfolgreich vermittelt wurden (vgl. Abb. 2). Die Quote der erfolgreich vermittelten Finanzierungen ist mit 88% somit weiterhin hoch. Im Bereich der Unternehmensfinanzierung konnten insgesamt 425 erfolgreiche Schwarmfinanzierungen erfasst werden, gefolgt von 193 Projekten im Bereich der Immobilienfinanzierung und 124 Projekten im sozialen bzw. ökologischen Bereich. Zudem wurde eine Filmfinanzierung berücksichtigt. Ins-

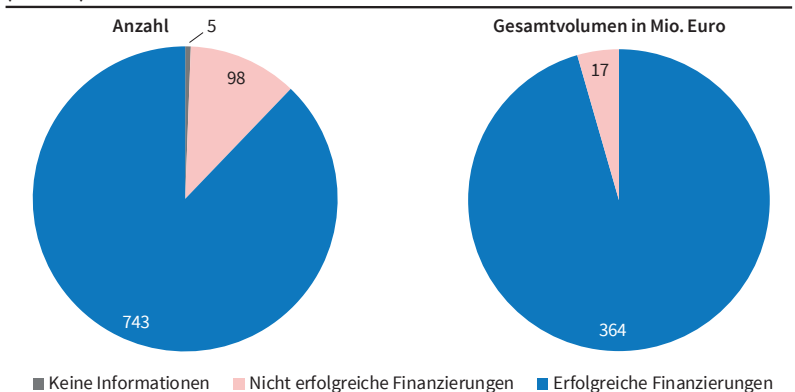
<sup>5</sup> Erste Veröffentlichungen basierend auf dieser Crowdfunding-Datenbank erschienen bereits in einschlägigen Fachzeitschriften (vgl. Klöhn und Hornuf 2012; Klöhn und Hornuf 2015; Klöhn, Hornuf und Schilling 2016a; 2016b; Hornuf und Neuenkirch 2017; Hornuf, Klöhn und Schilling 2018).

gesamt betrug das tatsächlich erreichte Emissionsvolumen 364 Mio. Euro (vgl. Abb. 2). Davon entfielen 220 Mio. Euro auf die Immobilienfinanzierung, 114 Mio. Euro auf die Finanzierung von Unternehmen, 29 Mio. Euro auf die Finanzierung sozialer und ökologischer Projekte sowie 400 000 Euro auf eine Filmfinanzierung. In den 30 Monaten nach Inkrafttreten des KASG konnten die Crowdfunding-Portale insgesamt 279 Mio. Euro vermitteln. In den 30 Monaten davor waren es lediglich 70 Mio. Euro.

Obwohl seit dem Jahr 2011 und auch nach Inkrafttreten des KASG zahlreiche neue Crowdfunding-Portale gegründet wurden, konzentrierten sich die erfolgreich finanzierten und volumenstarken Finanzierungen auf einige wenige Portale. Allein Companisto konnte bis April 2018 über 44 Mio. Euro vermitteln. Bei Seedmatch waren es 36 Mio. Euro. Der im Jahr 2015 gegründete Kreditmarktplatz Kapilendo konnte bis zum Ende des Beobachtungszeitraumes ebenfalls Finanzierungen in Höhe von 23 Mio. Euro vermitteln. Marktführer ist mittlerweile der Immobilienfinanzierer Exporo, der seit dem Jahr 2014 Finanzierungen in Höhe von 137 Mio. Euro vermittelt hat. Die in Deutschland tätigen Crowdfunding-Plattformen sind ausschließlich in der Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 8 Nr. 4 WpHG) tätig. Anlageberatung (§ 2 Abs. 8 Nr. 10 WpHG) findet durch in Deutschland tätige Crowdfunding-Plattformen nicht statt.

Der deutsche Crowdfunding-Markt wuchs in den Jahren von 2011 bis 2017 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 197%. Eine Finanzierungsphase dauerte bei erfolgreichen Emittentinnen im Mittel 66 Tage. Wachstumstreiber war weiterhin die zunehmende Nutzung partiarischer Darlehen (vgl. Klöhn, Hornuf und Schilling 2016b), mit denen größere Investitionsvolumen realisiert werden konnten (vgl. Hornuf und Schwiendbacher 2017), sowie die Ausweitung der Finanzierungen von Unternehmen auf Immobilienprojekte. Würde man die Immobili-

Abb. 2  
Erfolgreiche und nicht erfolgreiche Finanzierungen über Crowdfunding-Portale sowie tatsächlich erreichtes Emissionsvolumen vom 1. August 2011 bis 1. April 2018 (N = 846)



Quelle: Crowdfunding-Datenbank (vgl. u.a. Klöhn und Hornuf 2012 sowie Hornuf, Schmitt und Stenzhorn 2018); Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

enfinanzierung außen vor lassen, wäre der Markt mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (2011 bis 2017) von lediglich 141% gewachsen. Zum Wachstum am Gesamtmarkt hat die Finanzierung von Immobilienprojekten vor allem seit dem Jahr 2016 beigetragen. Bei der Mehrzahl der Emittentinnen handelt es sich um junge Unternehmen: Von 811 Emittentinnen, von denen der Beginn der Finanzierungsphase sowie das Gründungsdatum ermittelt werden konnte, wurden 615 nach 2009 gegründet. Die Hälfte der Emittentinnen war zum Finanzierungsbeginn jünger als drei Jahre.

Schwarmfinanzierungen wurden besonders häufig in den Bereichen Grundstücks- und Wohnungswesen, Information und Kommunikation sowie Handel und Verarbeitendes Gewerbe durchgeführt. Ein Großteil der finanzierten Unternehmen verfolgt weiterhin ein internetbasiertes Geschäftsmodell, bei dem bestehende Offline-Vertriebskanäle um einen Online-Vertriebskanal ergänzt wird. Schwarmfinanzierungen sind darüber hinaus vor allem auch in den Bereichen Energieversorgung sowie Gesundheits- und Sozialwesen angestiegen.

Da es sich bei Schwarmfinanzierungen häufig um Projekte im Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen handelt, wird im Folgenden untersucht, ob die über Schwarmfinanzierungen eingeworbenen Mittel ggf. als Eigenkapitalersatz für Bankkredite genutzt werden. Dafür wurden die auf den Websites der Plattformen hinterlegten Finanzierungsangebote sowie die bei der BaFin hinterlegten VIBs analysiert. Es wurde ermittelt, welchen Anteil Banken und andere institutionelle Großinvestoren, Crowdfunding und Eigenkapital im Rahmen der Gesamtfinanzierung hatten. Dabei wurde festgestellt, dass in den VIBs nur sehr selten Informationen zum Anteil anderer Kapitalgeber an der Gesamtfinanzierung enthalten sind. Deutlich häufig waren diese auf den Webseiten der einschlägigen Crowdfunding-Portale zu finden. Abbildung 3 gibt einen Überblick über die

Anteile unterschiedlicher Finanzierungsquellen an der Gesamtfinanzierung von 134 Immobilienprojekten, für die diese Informationen zur Verfügung standen. Mehr als die Hälfte des Gesamtfinanzierungsvolumens wurden von Banken oder anderen Großinvestoren aufgebracht. Neben einer Eigenkapitalquote von 28%, dazu zählen u.a. Reinvestitionen aus Wohnungsverkäufen, spielte das Crowdfunding mit 12% eine vergleichsweise geringe Rolle.

Ein Crowdfunding zur Immobilienfinanzierung stellt aufgrund der häufig genutzten Nachrangdarlehen in der Regel wirtschaftliches und bilanzielles Eigenkapital für die Emittentinnen dar (vgl. Werner 2004). Die Emissionen finden in vielen Fällen über ein eigens für die Finanzierung aufgesetztes Finanzierungsvehikel statt. Dass die Laufzeiten der Vermögensanlagen beim Immobilien-Crowdfunding vergleichsweise kurz sind, deutet darauf hin, dass es sich bei diesen Crowdfunding-Projekten oftmals um einen vergleichsweise risikoreichen Eigenkapitalersatz zur Zwischenfinanzierung handelt. Während Unternehmensfinanzierungen eine durchschnittliche Mindestlaufzeit von 56 Monaten haben (N = 266), sind es bei Immobilien lediglich 20 Monate (N = 183). Bei sozialen oder ökologischen Projektfinanzierungen sind es sogar 75 Monate (N = 127).

#### Ausfälle bei Schwarmfinanzierungen und Mehrfach-Investments

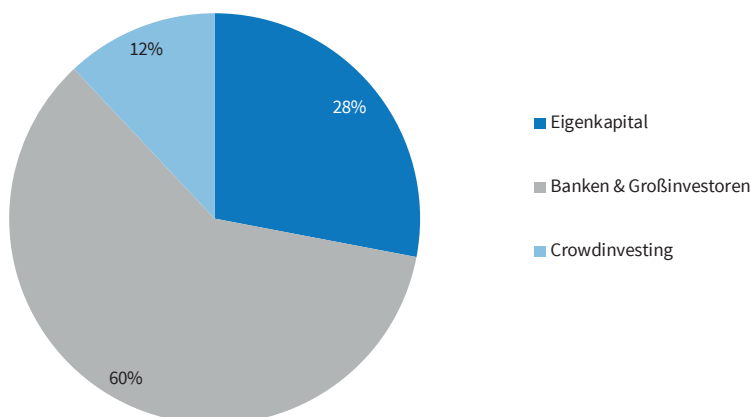
Im Beobachtungszeitraum kam es bei 73 der 743 erfolgreichen Finanzierungsrunden zu Insolvenzen. Bei Immobilienfinanzierungen konnte bislang nur eine Insolvenz verzeichnet werden. Geht man davon aus, dass die Verwertungsrate (*recovery rate*) aufgrund der kaum vorhandenen Substanzwerte eines Start-up-Unternehmens sowie dem in vielen Finanzierungsverträgen spezifizierten Rangrücktritt gegen Null tendiert, sind den Investierenden bislang

Verluste in Höhe von 12,1 Mio. Euro entstanden. Eine Analyse der VIBs von Immobilien-Crowdfunding-Kampagnen zeigt zudem, dass in den Finanzierungsverträgen in den wenigsten Fällen eine erstrangige Besicherung zur Absicherung des Investitionsrisikos vereinbart wurde. Ein expliziter Verweis auf eine erstrangige Besicherung für die Crowd-Investierenden war in 5% der VIBs zu finden.

Von den Emittentinnen, die ihre Finanzierung in den 30 Monaten vor Inkrafttreten des KASG abschlossen, haben 49 von 226 Emitten-

Abb. 3

Projektvolumen der Immobilienprojekte (Gesamtfinanzierungsvolumen 1,3 Mrd. Euro, N = 134)



Quelle: Crowdfunding-Datenbank (vgl. u.a. Klöhn und Hornuf 2012 sowie Hornuf, Schmitt und Stenzhorn 2018); Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

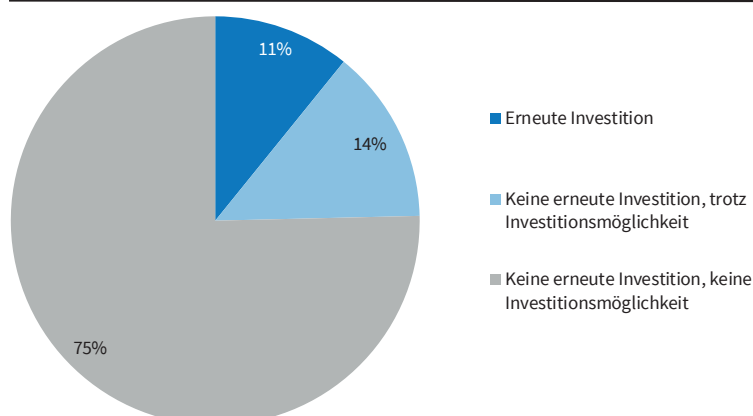
tinnen Insolvenz angemeldet oder wurden liquidiert. Im Zeitraum danach haben 13 von 437 Emittentinnen eine Insolvenz angemeldet oder wurden liquidiert. Die geringe Anzahl an Insolvenzen nach Inkrafttreten des KASG ist auf mindestens drei Umstände zurückzuführen: Erstens, im Vergleich zu den Emittentinnen, die vor Inkrafttreten des KASG finanziert wurden, besteht das Risiko einer Insolvenz bei den unlängst finanzierten Emittentinnen über einen deutlich kürzeren Zeitraum. Zweitens, in den 30 Monaten nach Inkrafttreten des KASG wurden deutlich mehr Projekte im Grundstücks- und Wohnungswesen finanziert, die tendenziell eine geringere Ausfallquote als Unternehmen aufweisen. Drittens, bei der Finanzierung von Start-up-Unternehmen hielten sich die Investierenden in den letzten Jahren zunehmend zurück, was die Qualität der angebotenen Finanzierungsprojekte aufgrund einer besseren Selektion möglicherweise angehoben hat.

Für die sechs Plattformen Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket und Innovestment waren Informationen verfügbar, um zu untersuchen, ob Anlegerinnen und Anleger nach der Insolvenz einer von ihnen finanzierten Emittentin weiter in Crowdfunding-Kampagnen investieren. Unter den 204 analysierten Projekten konnten 17 Insolvenzen verzeichnet werden.<sup>6</sup> Im Durchschnitt tätigte jeder Investierende drei Investitionen. Insgesamt 93,5% der Investierenden haben keine Insolvenz erlebt. Lediglich 6,5% der 8 215 Investierenden, d.h. 536 Investierende, haben mindestens eine Insolvenz erlebt. Von diesen 536 Investierenden sind wiederum 93,5% von genau einem Insolvenzverfahren betroffen. Bei rund 5,4% der Investierenden haben jeweils zwei Projekte Insolvenz angemeldet. Bei einem Investierenden waren es sogar sieben Insolvenzen.

Abbildung 4 zeigt, dass nur 11% der insgesamt 536 Investierenden, die eine oder mehrere Insolvenzen erlebt haben, weiter in Crowdfunding-Kampagnen investierten. Demgegenüber haben 89% der Investierenden keine weiteren Investitionen getätigt. Allerdings hatten die von einer Insolvenz Betroffenen in 75% der Fälle keine Möglichkeit, weiter zu investieren, da auf der jeweiligen Plattform im Beobachtungszeitraum kein Investitionsprojekt angeboten wurde. Trotz neuer Investitionsmöglichkeiten haben sich 14% der Investierenden gegen eine Investition in

Abb. 4

Anteil der Investierenden, die nach der ersten erlebten Insolvenz weiter investiert haben (N = 536)



Quelle: Crowdfunding-Datenbank (vgl. u. a. Klöhn und Hornuf 2012 sowie Hornuf, Schmitt und Stenzhorn 2018); Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

Crowdfunding-Kampagnen entschieden. Von den Investierenden, die trotz Insolvenzbekanntmachung weiter investierten, haben rund 37% lediglich eine einzige weitere Investition getätigt. Demgegenüber haben rund 32% mehr als fünf weitere Investitionen getätigt. Dass die Investierenden wie im Crowdfunding (vgl. Dorfleitner, Hornuf und Weber 2018) aufgrund einer Insolvenz generell eine Neubewertung der mit dem Crowdfunding einhergehenden Risiken vornehmen und sich gänzlich aus dem Markt zurückziehen, kann anhand der deskriptiven Statistiken nicht konstatiert werden.

### Höhe und Art der Vermögensanlage

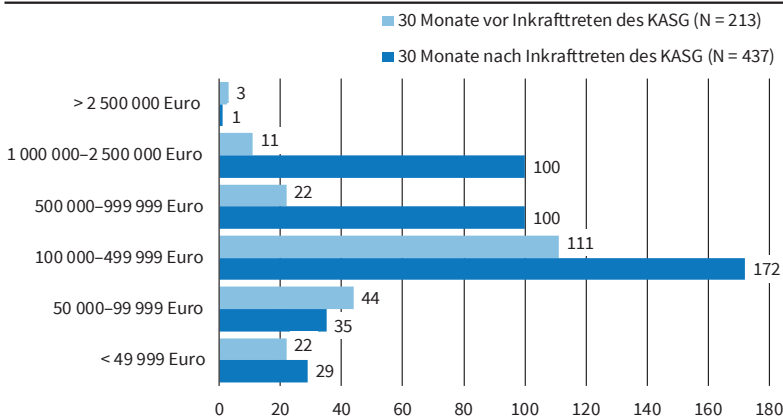
Eine Auswertung nach dem Gesamtverkaufspreis hat gezeigt, dass 497 von 743 Emittentinnen weniger als 500 000 Euro einsammelten. Insgesamt machten diese Emittentinnen nur 22% des Gesamtmarktvolumens aus. Auf die restlichen 245 Emittentinnen, die jeweils 500 000 Euro oder mehr einsammelten, entfielen 78% des Gesamtmarktvolumens. Vier Emittentinnen begaben mehr als 2,5 Mio. Euro.

Wie aus Abbildung 5 ersichtlich ist, gab es in der Zeit vor Inkrafttreten des KASG insgesamt drei Emittentinnen, die mehr als 2,5 Mio. Euro begaben, danach war es nur eine einzige. Gleichzeitig stieg nach Inkrafttreten des KASG die Zahl der Emissionen vor allem im Bereich zwischen 1 Mio. Euro und 2,5 Mio. Euro stark an. Da es im Zeitraum nach Inkrafttreten des KASG somit deutlich mehr Emittentinnen gab, die bei ihrem Crowdfunding zumindest in die Nähe des Grenzwerts von 2,5 Mio. Euro kamen, könnte dies ein Hinweis auf die Wirkung des Grenzwertes von 2,5 Mio. Euro sein, der eine Befreiung von der Prospektspflicht ermöglicht.

Die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen haben sich in den letzten Jahren weiterhin weg von stillen Beteiligungen hin zu partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen entwi-

<sup>6</sup> In die 204 Projekte wurden insgesamt 21 579 Investitionen von 8 215 Investierenden getätigt.

**Abb. 5**  
Anzahl erfolgreicher Finanzierungen über Crowdfunding-Portale vor und nach Inkrafttreten des KASG



Quelle: Crowdfunding-Datenbank (vgl. u.a. Klöhn und Hornuf 2012 sowie Hornuf, Schmitt und Stenzhorn 2018); Berechnungen der Autoren. © ifo Institut

ckelt. Insbesondere bei der Unternehmensfinanzierung wurden im Jahr 2017 weiterhin fast ausschließlich partiarische Darlehen genutzt, die in der Regel auch einen Rangrücktritt beinhalteten (vgl. Klöhn, Hornuf und Schilling 2016b). Abbildung 6 beschreibt die Vermögensanlagen sowie das Emissionsvolumen der erfolgreichen Angebote. Mit rund 231 Mio. Euro bzw. 100 Mio. Euro wurde das meiste Kapital über Nachrangdarlehen bzw. partiarische Darlehen vermittelt. Nachrangdarlehen und partiarische Darlehen machen somit 91% des Emissionsvolumens am Gesamtmarkt aus. Die Emittentinnen nutzen anfänglich vor allem stille Beteiligungen, stießen damit aber häufig an die Grenze von 100 000 Euro, unterhalb derer stille Beteiligungen gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b VermAnG von der Erstellung eines Prospekts befreit sind. Daraufhin wichen viele Emittentinnen auf partiarische Darlehen aus, die zu diesem Zeitpunkt noch nicht vom VermAnG erfasst waren und somit in unbegrenzter Höhe ohne Prospekt gegeben werden konnten. Dementsprechend ist die heutzutage häufige Nutzung von partiarischen Darlehen einerseits auf Pfadabhängigkeiten und andererseits auf die Ausnahme von der Prospektspflicht gemäß § 2a Abs. 1 VermAnG für Vermögensanlagen bis 2,5 Mio. Euro i.S.v. § 1 Abs. 2 Nr. 3, 4 u. 7 VermAnG für partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige Anlagen zurückzuführen, die jedoch nicht für stille Beteiligungen oder Genussrechte gilt. Dies gilt gleichermaßen für die Nutzung von

Nachrangdarlehen im Bereich des Immobilien-Crowdfunding. Auch Immobilienemittentinnen bieten meist Nachrangdarlehen an: Nur fünf der insgesamt 193 Immobilienemittentinnen nutzen eine andere Form wie etwa partiarische Darlehen, stille Beteiligungen oder Wertpapiere.

**Eigenschaften der Anlegerinnen und Anleger sowie Anlagebeträge**

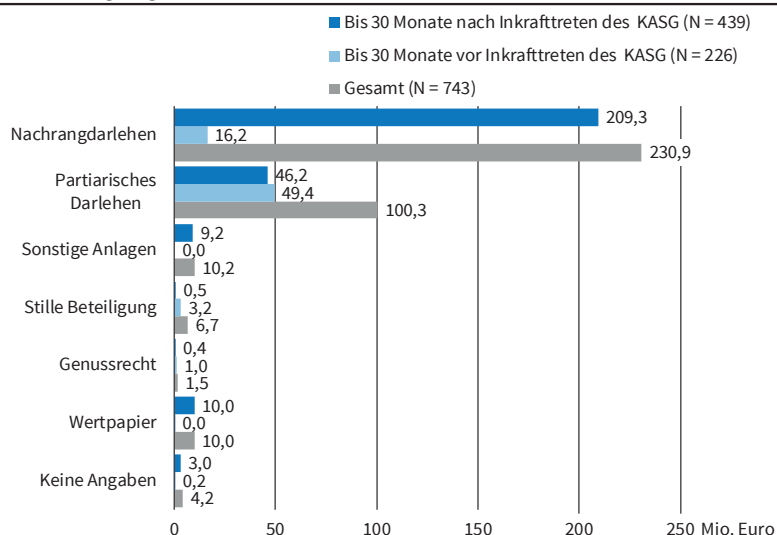
Bei 456 der 743 erfolgreichen Emissionen ist die Anzahl der Investments bekannt. Dort

wurden durchschnittlich 307 Investments pro Emittentin getätigt. Die Anlegerinnen und Anleger auf den Crowdfunding-Portalen sind durchschnittlich 43 Jahre alt. Die überwiegende Mehrzahl der Investierenden ist auf allen Portalen mit durchschnittlich 88% männlich.

Bei Anlagebeträgen von mehr als 1 000 Euro sieht das KASG eine Pflicht zur Offenlegung des Vermögens durch Selbstauskunft vor. Würden die Anlegerinnen und 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 bei diesem Schwellenwert einen Anstieg der Investitionen erwarten.

Abbildung 7 zeigt eine Gegenüberstellung der Beteiligungshöhen 30 Monate vor sowie 30 Monate

**Abb. 6**  
Emissionsvolumen nach Vermögensanlagen und Wertpapiere erfolgreicher Finanzierungen, gesamt sowie 30 Monate vor und nach Inkrafttreten des KASG

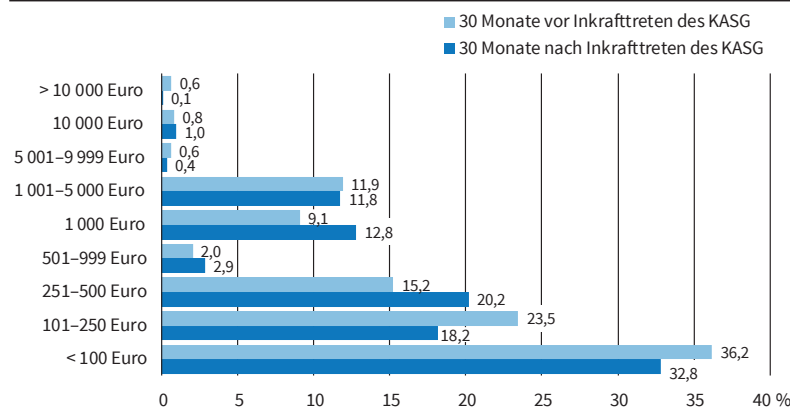


Quelle: Crowdfunding-Datenbank (vgl. u.a. Klöhn und Hornuf 2012 sowie Hornuf, Schmitt und Stenzhorn 2018); Berechnungen der Autoren. © ifo Institut



Abb. 7

Anteil der Beteiligungshöhen auf dem Crowdfunding-Markt<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Bis 30 Monate vor Inkrafttreten des KASG: n = 48 018 Investments, N = 126 Emissionen.

Bis 30 Monate nach Inkrafttreten des KASG: n = 50 498 Investments, N = 106 Emissionen.

Betrachtete Plattformen: Bettervest, Companisto, Conda, Green Rocket, Home Rocket, Innvestment, Kickrs.net, Seedmatch und United Equity.

Quelle: Crowdfunding-Datenbank (vgl. u.a. Klöhn und Hornuf 2012 sowie Hornuf, Schmitt und Stenzhorn 2018); Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

nach Inkrafttreten des KASG.<sup>7</sup> Rund 14% der Anlegerinnen und Anleger investierten mehr als 1 000 Euro (13,9% vor KASG vs. 13,5% nach KASG). Die Anzahl der Investierenden, die exakt 1 000 Euro investierten, stieg nach Inkrafttreten des KASG von 9,1% auf 12,8% an. Dieses Ergebnis legt nahe, dass sich die Investierenden wegen der erforderlichen Selbstauskunft bei Investments über 1 000 Euro auf Anlagebeträge von exakt 1 000 Euro beschränkten.

Die Anzahl der Investierenden, die über 10 000 Euro investierten, nahm nach Inkrafttreten des KASG ab und sank von 0,6% auf 0,1%. Gleichzeitig stieg die Zahl derjenigen Investierenden, die exakt 10 000 Euro investierten, von 0,8% auf 1% an. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass der zweite Schwellenwert von 10 000 Euro eine einschränkende Wirkung auf das Crowdfunding hat.

**BEFREIUNGEN FÜR SOZIALE UND GEMEINNÜTZIGE PROJEKTE SOWIE RELIGIONS-GEMEINSCHAFTEN: §§ 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

<sup>7</sup> In der Auswertung wurden insgesamt 98 516 Investments von 232 Emissionen auf neun verschiedenen Crowdfunding-Plattformen berücksichtigt.

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. Insgesamt gab es zwei Befragungswellen, die in den Jahren 2016 und 2018 stattfanden.

In der vorliegenden Analyse werden sowohl die Rückmeldungen aus der ersten Befragungswelle 2016 als auch jene aus der zweiten Befragungswelle 2018 berücksichtigt. Die Stichprobe umfasst insgesamt 68 Beobachtungen. Wie Tabelle 2 zeigt, stammen 50 der insgesamt 68 Projekte aus dem sozialen Bereich und 18 aus dem gemeinnützigen Bereich. Die sozialen Projekte stammen aus den Bereichen Energie, Wohnen, Dorfläden sowie Lebens- und Arbeitsgemeinschaften. Die gemeinnützigen Projekte kommen von Freien Schulen (z.B. Waldorf- oder Montessorischulen) oder

Tab. 2

**Anzahl der erhobenen Projekte vor und nach Inkrafttreten des KASG**

	Projektbeginn		
	Vor Inkraft-treten KASG	Nach Inkraft-treten KASG	Gesamt
§ 2b VermAnlG	40	10	50
Energieprojekte	13	5	18
Wohnprojekte	8	3	11
Dorfläden	13	1	14
Lebens- und Arbeitsgemeinschaften (insbesondere Solidarische Landwirtschaften)	5	1	6
Sonstige (z.B. Freizeitvereine, Interessensgemeinschaften)	1	0	1
§ 2c VermAnlG	16	2	18
Kirchen und Religionsgemeinschaften	0	0	0
Freie Schulen (z.B. Waldorfschulen, Montessorischulen etc.)	9	0	9
Stiftungen	4	1	5
Sonstige (z.B. Pflegeeinrichtungen, Hilfswerke, Sportvereine, Fördervereine)	3	1	4
<b>Gesamt</b>	<b>56</b>	<b>12</b>	<b>68</b>

Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Auswertung der Autoren.

Stiftungen.<sup>8</sup> Tabelle 2 gibt außerdem Aufschluss darüber, wie viele der insgesamt 68 erfassten Projekte vor bzw. nach Inkrafttreten des KASG durchgeführt wurden. Von den 50 (18) erfassten Projekten im sozialen (gemeinnützigen) Bereich stammen 40 (16) aus der Zeit vor Einführung des KASG und zehn (zwei) aus der Zeit danach.

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 68 Beobachtungen klein. Aufgrund der geringen Zahl an Beobachtungen – insbesondere nach Einführung des KASG – ist kein aussagekräftiger Vergleich für die Zeit vor und nach der Gesetzesänderung möglich. Auch wenn der erhobene Datensatz nicht als repräsentativ angesehen werden kann, ermittelt die Studie die Finanzierungsmuster von sozialen und gemeinnützigen Projekten und gibt dadurch wichtige Hinweise auf deren Finanzierungsverhalten.

### Erfüllung der Befreiungstatbestände

§ 2b Abs. 2 VermAnlG und § 2c Abs. 2 VermAnlG stellen bestimmte Anforderungen, die die Emittentinnen erfüllen müssen, wenn sie die Befreiung für soziale bzw. gemeinnützige Projekte für ihre Vermögensanlage nutzen möchten (vgl. Abb. 1). Von den insgesamt 50 sozialen Projekten fallen 45 Projekte unter die in § 2b Abs. 2 VermAnlG definierten Größenordnungen hinsichtlich Bilanzsumme und Umsatz.<sup>9</sup> Gemeinnützige Projekte wurden als solche klassifiziert, wenn im Fragebogen angegeben wurde, dass sie nach § 52 Abs. 2 S. 1 AO gemeinnützig sind. Damit würden alle 18 gemeinnützigen Emittentinnen

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> Bei Emittentinnen, die nur eine der beiden Größen angegeben haben, wurde auf die Größenordnung der fehlenden Position geschlossen.

Tab. 3

### Erfüllung der Ausnahme- und Befreiungstatbestände bei sozialen Projekten

	Vor Inkrafttreten KASG	Nach Inkrafttreten KASG	Gesamt
Anzahl Projekte	38	10	48
Anwendung des VermAnlG <sup>a</sup>			
Ja	5 (+ 1)	0	5 (+ 1)
Nein	33 (- 1)	10	43 (- 1)
Gründe für Nichtanwendung des VermAnlG <sup>b</sup>			
Keine Vermögensanlage <sup>c</sup>	2	0	2
§ 2 Abs. 1 Nr. 1	11	6	17
§ 2 Abs. 1 Nr. 1a	11	5	16
§ 2 Abs. 1 Nr. 3a	9	2	11
§ 2 Abs. 1 Nr. 3b	10	5	15
§ 2b	1 (- 1)	1	2 (- 1)

<sup>a</sup> + 1/- 1: Es gibt ein soziales Projekt, das unter die Befreiung von § 2b VermAnlG fallen könnte, falls der Sollzins niedrig genug ist. Da für dieses Projekt im Fragebogen lediglich eine Zinsspanne angegeben wurde, kann keine abschließende Beurteilung vorgenommen werden. <sup>b</sup> Ein Projekt kann unter mehrere Ausnahmetatbestände fallen. <sup>c</sup> Vgl. Tabelle 1.

Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Auswertung der Autoren.

nen die Voraussetzungen des § 2c Abs. 2 VermAnlG erfüllen.

Ob die Befreiungen nach §§ 2b, 2c VermAnlG tatsächlich genutzt werden können, hängt von der Ausgestaltung der Vermögensanlage ab. Für 48 der insgesamt 50 sozialen Projekte sowie für alle 18 gemeinnützigen Projekte stehen ausreichend Informationen zur Verfügung, um die Anwendbarkeit der Ausnahmen und der Befreiungstatbestände zu beurteilen.

Von den insgesamt 48 sozialen Projekten wurden 38 vor Einführung des KASG durchgeführt und zehn danach. Bei den Projekten, die vor Einführung des KASG durchgeführt wurden, wären insgesamt fünf unter den Anwendungsbereich des VermAnlG gefallen, wenn zum Zeitpunkt der Emission das KASG bereits in Kraft gewesen wäre. Bei den Projekten, die nach Einführung des KASG durchgeführt wurden, würde hingegen kein einziges unter die Anwendung des VermAnlG fallen. Für diese Projekte würden die Ausnahme- bzw. Befreiungsregelungen zum Tragen kommen. Tabelle 3 gibt einen Überblick über die genutzten Ausnahmen und Befreiungen in Hinblick auf soziale Projekte.

Es gibt ein soziales Projekt, das nach Einführung des KASG durchgeführt wurde und alle Voraussetzungen des Befreiungstatbestandes nach § 2b VermAnlG erfüllt. Außerdem gibt es ein Projekt, das vor Einführung des KASG durchgeführt wurde und die meisten Voraussetzungen des Befreiungstatbestandes nach § 2b VermAnlG erfüllt. Allerdings kann für dieses konkrete Projekt nicht abschließend beurteilt werden, ob § 2b Abs. 3 VermAnlG hinsichtlich des Sollzinssatzes erfüllt wäre. Das liegt daran, dass für das Projekt lediglich eine Zinsspanne angegeben wurde und zudem unterschiedliche Laufzeiten möglich waren.

Die anderen Projekte werden von den §§ 5–26 VermAnlG befreit, weil sie von den in § 2 VermAnlG genannten Ausnahmetatbeständen Gebrauch machen können. Da viele Emittentinnen in der

Tab. 4

**Erfüllung der Ausnahme- und Befreiungstatbestände bei gemeinnützigen Projekten**

	Vor Inkrafttreten KASG	Nach Inkrafttreten KASG	Gesamt
Anzahl Projekte	16	2	18
<b>Anwendung des VermAnlG<sup>a</sup></b>			
Ja	0 (+ 3)	0	0 (+ 3)
Nein	16 (- 3)	2	18 (- 3)
<b>Gründe für Nichtanwendung des VermAnlG<sup>b</sup></b>			
Keine Vermögensanlage <sup>c</sup>	9	0	9
§ 2 Abs. 1 Nr. 1	0	0	0
§ 2 Abs. 1 Nr. 1a	0	0	0
§ 2 Abs. 1 Nr. 3a	1	2	3
§ 2 Abs. 1 Nr. 3b	2	1	3
§ 2c	4 (- 3)	0	4 (- 3)

<sup>a</sup>+1/-1: Es gibt drei gemeinnützige Projekte, die unter die Befreiung von § 2c VermAnlG fallen könnten, falls der Sollzins niedrig genug ist. <sup>b</sup> Ein Projekt kann unter mehrere Ausnahmetatbestände fallen. <sup>c</sup> Vgl. Tabelle 1.

Quelle: Befragung zur Praxiserfahrung mit dem Kleinanlegerschutzgesetz; Auswertung der Autoren.

Rechtsform einer Genossenschaft geführt werden, können sie die Ausnahmen in § 2 Abs. 1 Nr. 1 VermAnlG und § 2 Abs. 1 Nr. 1a VermAnlG nutzen. Außerdem liegt die Zahl der Investierenden bzw. der Verkaufserlös häufig im Bereich der Ausnahmeregelungen von § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a VermAnlG und § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b VermAnlG.

Von den insgesamt 18 gemeinnützigen Projekten wurden 16 vor Einführung des KASG durchgeführt und zwei danach. Bei drei der 16 gemeinnützigen Projekte, die vor Einführung des KASG durchgeführt wurden, ist unklar, ob die Pflichten des VermAnlG zur Anwendung gekommen wären. Die restlichen Projekte waren von den Vorschriften des VermAnlG befreit.

Tabelle 4 gibt einen Überblick über die genutzten Ausnahmen und Befreiungen in Hinblick auf gemeinnützige Projekte. Ein Projekt, das vor Einführung des KASG durchgeführt wurde, würde sicherlich unter die Befreiungsvorschriften des § 2c fallen, da es ein unverzinsliches Nachrangdarlehen ist, das unter der Grenze von 2,5 Mio. Euro liegt. Bei drei weiteren Projekten könnte § 2c möglicherweise Anwendung finden. Auch hier würde die Anwendbarkeit von der Höhe des Zinssatzes bzw. in einem Fall von der Höhe der Vermögensanlage abhängen.

Bei insgesamt neun Projekten hätte die Finanzierung nicht über Vermögensanlagen gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG stattgefunden. Dies sind insbesondere die Darlehen, die von Stiftungen ausgegeben wurden und mit einer Bankbürgschaft ausgestattet sind. Außerdem fallen auch unverzinsliche Darlehen (die als Darlehen und nicht als Nachrangdarlehen benannt wurden), die von Schulen genutzt wurden, nicht in die Kategorie der Vermögensanlage. Darüber hinaus konnten häufig die Ausnahmen von § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a und b VermAnlG angewendet werden.

Im Hinblick auf die Befreiungsvorschriften ist außerdem festzustellen, dass bei keiner der Vermögensanlagen eine erfolgsabhängige Vergütung für

den Vertrieb bezahlt wurde. Häufig wurden die Vermögensanlagen nur Personen innerhalb der Organisation angeboten. Das Angebot richtet sich beispielsweise an Genossenschaftsmitglieder oder Eltern von Schülerinnen und Schülern.

**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. Obwohl die Marktwachstumsrate in den letzten Jahren etwas zurückging, wuchs der Gesamtmarkt weiterhin kräftig an und verzeichnet mittlerweile ein kumuliertes Volumen von 364 Mio. Euro. Im Durchschnitt wuchs der Markt zwischen 2011 und 2017 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 197%. Wachstumstreiber war in den letzten Jahren vor allem die Ausweitung der Immobilienfinanzierungen. Die Nutzung von Wertpapieren und Prospekten war weiterhin äußerst selten. Bei etwa 10% der Emissionen kam es zu einer Insolvenz. Wenn überhaupt, nahmen die Insolvenzen im Zeitverlauf leicht ab, was auf die Vermittlung von Immobilienfinanzierungen zurückzuführen sein dürfte, die bislang nur eine Insolvenz zu verzeichnen hatten.

Eine Auswertung nach dem Gesamtverkaufspreis zeigt, dass vor allem der Anteil von Emissionen zwischen 1 und 2,5 Mio. Euro prozentual am Gesamtmarktvolumen stark zugenommen hat. Dass mittlerweile mehr Emittentinnen in die Nähe des Grenzwertes von 2,5 Mio. Euro kamen, kann als Hinweis auf die Effektivität des Grenzwertes von 2,5 Mio. Euro gedeutet werden, der eine Befreiung von der Prospektspflicht ermöglicht. Die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen haben sich in den letzten Jahren weiterhin weg von stillen Beteiligungen hin zu partiarischen Darlehen und vor allem Nachrangdarlehen, die durch das KASG privilegiert sind, entwickelt. Die Anzahl der Investierenden, die exakt 1 000 Euro investierten, stieg nach Inkrafttreten des KASG von 9,1% auf 12,8% an. Die Anzahl der Investierenden, die über 10 000 Euro investierten, nahm nach Inkrafttreten des KASG ab und sank von 0,6% auf 0,1%. Dies legt nahe, dass die Schwellenwerte das Verhalten der Anlegerinnen und Anleger beeinflussen.

Zur Beurteilung der Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften nach §§ 2b, 2c VermAnlG liegen Angaben von 68 sozialen und gemeinnützigen

Projekten aus einer Befragung vor, wovon 12 aus der Zeit nach Einführung des Kleinanlegerschutzgesetzes stammen. Keines der erfassten Projekte, das nach Einführung des KASG durchgeführt wurde, ist vom gesamten Pflichten- und Haftungskatalog des VermAnlG erfasst. Ein Projekt konnte von der Befreiung des § 2b VermAnlG Gebrauch machen. Alle anderen Projekte fallen aufgrund der Ausnahmen in § 2 VermAnlG nicht unter das VermAnlG. Diese Ergebnisse zeigen, dass die in §§ 2b, 2c VermAnlG neu eingeführten Befreiungsvorschriften in der Praxis kaum relevant sind. Die in den Fragebögen abgegebenen Kommentare lassen aber eine große Verunsicherung über die durch das KASG eingeführten Regelungen erkennen. Zudem sind die Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger in sozialen und gemeinnützigen Projekten nicht immer ausreichend über die Ausnahmen und Befreiungsregelungen informiert.

## LITERATUR

- Buck-Heeb, P. (2015), »Das Kleinanlegerschutzgesetz«, *Neue Juristische Wochenschrift* (35), 2535–2541.
- 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.
- Cassar, G. (2004), »The Financing of Business Startups«, *Journal of Business Venturing* 19(2), 261–283.
- Colombo, M.G. und K. Shafi (2016), »When Does Reward-Based Crowdfunding Help Firms Obtain External Financing?«, SSRN Working Paper No. 2785538, verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2785538>, aufgerufen am 11. Juli 2016.
- Dorfleitner, G., L. Hornuf und M. Weber (2018), »Paralyzed by Shock: The Portfolio Formation Behavior of Peer-to-Business Lending Investors«, CESifo Working Paper Nr. 7092, verfügbar unter: [https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp7092.pdf](https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp7092.pdf), aufgerufen am 15. März 2019.
- Hainz, C. und L. Hornuf (2016), »Crowdfunding«, *CESifo DICE Report* 14(1), 67–69.
- Hainz, C. und L. Hornuf (2019), *Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes: Eine aktuelle Bestandsaufnahme*, ifo Forschungsbericht 102, ifo Institut, München, verfügbar unter: [www.ifo.de/w/3HxoZcut2](http://www.ifo.de/w/3HxoZcut2), aufgerufen am 30. April 2019.
- Hainz, C., L. Hornuf und L. Klöhn (2017), *Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes*, ifo Forschungsbericht 78, ifo Institut, München, verfügbar unter: [www.ifo.de/w/4Spegh6P](http://www.ifo.de/w/4Spegh6P), aufgerufen am 15. März 2019.
- Hainz, C., L. Hornuf, L. Klöhn, B. Brauer, F. Ehrenfried und G. Engelmann (2017), »Die Befreiungsvorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes«, *ifo Schnelldienst* 670(6), 26–35.
- Hornuf, L. und M. Neuenkirch (2017), »Pricing Shares in Equity Crowdfunding«, *Small Business Economics*, 48(4), S. 795–811.
- Hornuf, L., L. Klöhn und T. Schilling (2018), »Financial Contracting in Crowdfunding – Lessons from the German Market«, *German Law Journal* 19(3), 509–578.
- Hornuf, L., M. Schmitt und E. Stenzhorn (2018), »Equity Crowdfunding in Germany and the United Kingdom: Follow-Up Funding and Firm Failure«, *Corporate Governance: An International Review* 26(5), 331–354.
- Hornuf, L. und A. Schwiabacher (2017), »Should Securities Regulation Promote Equity Crowdfunding?«, *Small Business Economics* 49(3), 579–593.
- Hornuf, L. und A. Schwiabacher (2018), »Internet-Based Entrepreneurial Finance: Lessons from Germany«, *California Management Review* 60(2), 150–175.
- Klöhn, L. (2017), »Erfüllte Versprechen? Die Regulierung des Crowdfunding-Marktes zum Ende der 18. Legislaturperiode«, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2125–2133.
- Klöhn, L. und L. Hornuf (2012), »Crowdfunding in Deutschland – Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven«, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 24(4), 237–266.
- Klöhn, L. und L. Hornuf (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., L. Hornuf und T. Schilling (2016b), »Crowdfunding-Verträge – Inhalt, Entwicklung und praktische Bedeutung«, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 27(3), 142–178.
- Werner, H.S. (2004), »Mit Mezzanine-Finanzierung die Eigenkapitalquote erhöhen«, 1. Auflage, Bank-Verlag, Köln.
- Zwissler, T. (2013), »§ 8 Rn. 11, Prospekt für Vermögensanlagen und Vermögensanlageninformationsblatt«, in: M. Habersack, P. Mülbart und M. Schlitt (Hrsg.), *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, 2. Aufl., C.H. Beck Verlag, München, 159–197.