

Special Februar 2015

Private Equity • Buyouts • M&A

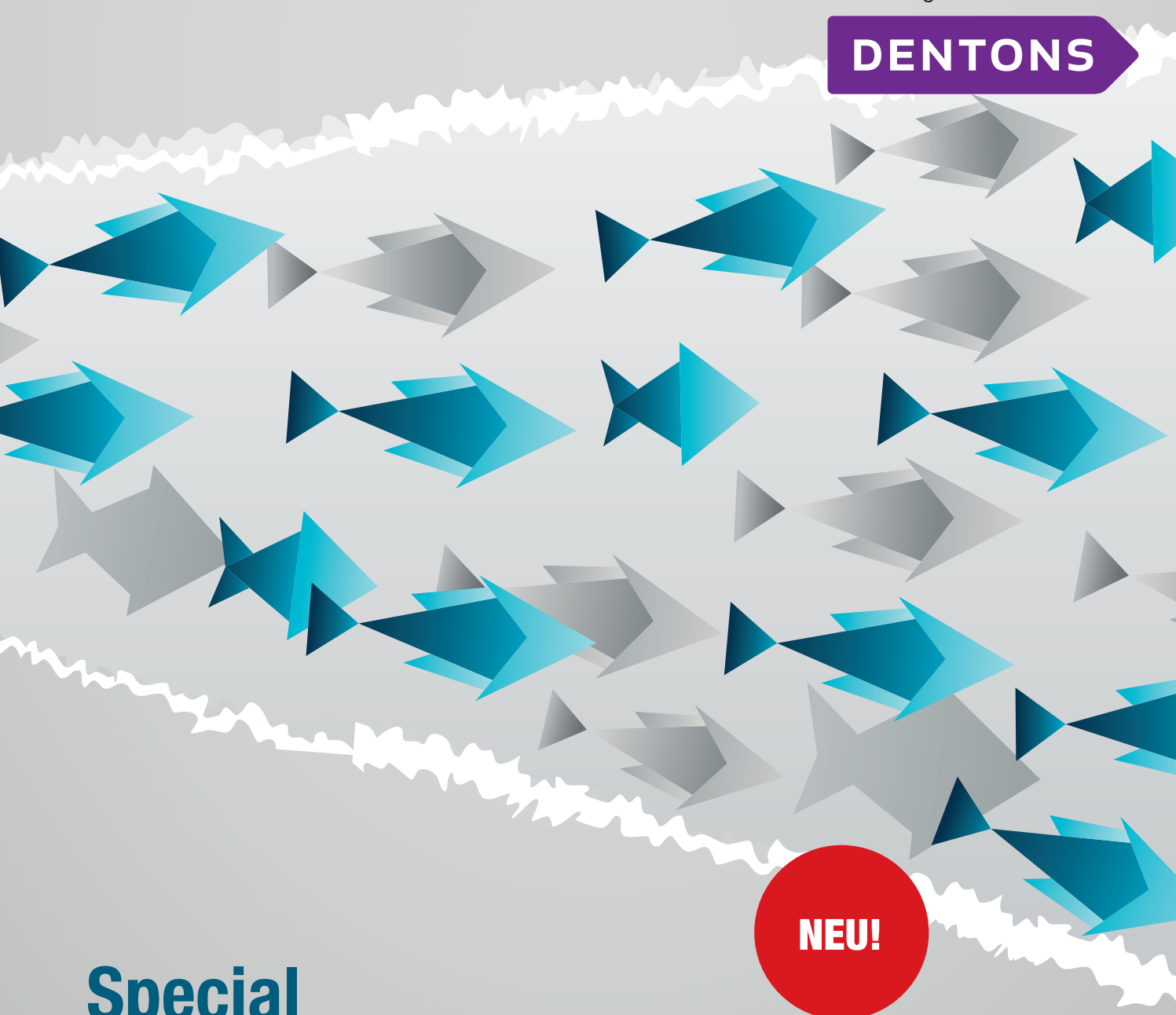
www.vc-magazin.de

VentureCapital Magazin

Das Magazin für Investoren und Entrepreneur

Exklusiver Partner der Ausgabe

DENTONS



NEU!

Special Crowdinvesting

Growth | Con 2015

20-22 May
Frankfurt am Main

The Conference, where Capital meets Innovation

and where business meets celebration

hosted by



in partnership with

VentureCapital
Magazin



apply for invitation
www.growth-con.com

Kein Licht ohne Schatten

Liebe Leserinnen und Leser,

der Grundgedanke, der hinter Crowdfunding steht, ist beileibe kein neuer. Die Grundsätze der Selbsthilfe, Selbstverantwortung und Selbstverwaltung von Franz Hermann Schulze-Delitzsch und Friedrich Wilhelm Raiffeisen wurden bereits Mitte des 19. Jahrhunderts verfasst. Sie stellen im Prinzip die Funktionsweise der Schwarmfinanzierung dar: Was ein Einzelner nicht schafft – die Finanzierung eines Unternehmens –, schaffen viele, wenn sie ihre Kräfte – in diesem Fall ihr Kapital – bündeln. Seit Ende 2011 gibt es diese Form der Unternehmensfinanzierung nun in Deutschland und sie hat bereits jetzt eine lebhaftere Geschichte vorzuweisen.

Insbesondere auf Seiten der „klassischen“ Wagniskapitalgeber war die Skepsis zu Beginn groß. Vielfach war zu hören, dass sich über die Crowd hauptsächlich Start-ups finanzieren würden die von Venture Capital-Fonds abgelehnt würden, bzw. worden sind. Inzwischen hat sich dieses Bild bei den meisten Frühphasenfinanzierern allerdings geändert und sie begreifen Crowdfunding als ein zusätzliches Element in der Kapitalbeschaffungslandschaft. Nicht zuletzt auch wegen einiger Erfolgsgeschichten, die schwarmfinanzierte Unternehmen inzwischen schreiben konnten.

Doch wie immer gilt auch beim Crowdfunding der Grundsatz „Kein Licht ohne Schatten“. Die ersten Insolvenzen von Start-ups, die über die verschiedenen Plattformen Kapital eingesammelt hatten, waren Wasser auf die Mühlen der Zweifler. Und auch wenn es im Einzelfall für die Investoren eine Enttäuschung ist, dass das Unternehmen, in das man investiert hat, nicht fliegt und natürlich die Gründe für das Scheitern geklärt werden müssen, so sollte man nicht vergessen, dass das Risiko von Crowdfunding nicht geringer ist als das von „klassischem“ Venture Capital. Darüber hinaus performt die Crowd bislang äußerst erfolgreich: Das Verhältnis der unterstützten Unternehmen zu den Insolvenzen ist nach bald vier Jahren noch immer besser als das der meisten Wagniskapitalfonds.



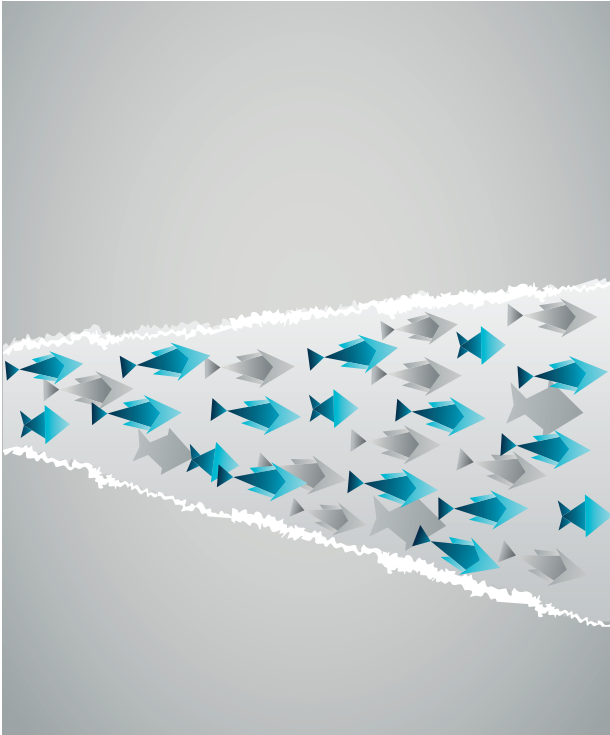
Benjamin Heimlich, Redaktionsleiter

Doch eben diese Insolvenzen haben in den vergangenen Wochen und Monaten auch die Politik auf den Plan gerufen. Das Ergebnis ist der vorliegende Gesetzentwurf zum Kleinanlegerschutzgesetz. Und auch wenn dieser in erster Linie durch die Pleite von Prokon, die rund 1,4 Mrd. EUR von Privatanlegern – maßgeblich prospektfrei über Genussrechte eingesammelt – versenkt hatte, zustande kam, müssen sich die deutschen Crowdfunding-Anbieter mit ihm auseinandersetzen. Andernfalls könnte eine mögliche Überregulierung des Segments, das zarte Pflänzchen der Schwarmfinanzierung, bereits im Keim ersticken.

Eine spannende Lektüre wünscht

benjamin.heimlich@vc-magazin.de

Inhalt



- 3 Editorial
Kein Licht ohne Schatten

Überblick

- 6 Wachstumspfad mit Stolpersteinen
Der Schwarm auf dem Weg zur festen
Finanzierungsgröße
- 10 Top-Performer beim Crowdfunding
Die Crowd auf Kurs: Erfolgsstorys der
Schwarmfinanzierung
- 12 Pleiten crowdfinanzierter Start-ups
Drum prüfe, wer sich bindet

Aus Investorensicht

- 14 Interview mit Uli Fricke, FunderNation
„Eine der wichtigsten Fragen für uns ist,
wie man Vertrauen aufbauen kann“
- 16 **Kommentar** von Dr. Peter Wolff,
EnjoyVenture Management
Wie sich Crowd- und Venture Capital-Investoren
treffen

Regulierung & Steuern

- 18 Regulierung auf dem Prüfstand
**Die Auswirkungen des Kleinanlegerschutzgesetzes
auf das Crowdfunding**
Robert Michels, Peter Mayer, Dentons
- 20 Crowdfunding in Deutschland –
Frühphasenfinanzierung mit Zukunft?
Beteiligungsmodelle und ihre Eigenheiten
Dr. Bernhard Noreisch, LL.M. Dr. Lorenz Jellinghaus,
Lutz Abel Rechtsanwalts GmbH
- 24 Welche Beteiligungsmodelle gibt es und
wie werden sie rechtlich behandelt?
Crowdfunding nicht gleich Crowdfunding
Tanja Aschenbeck-Florange, Osborne Clarke
- 26 Verschiedene Beteiligungsarten, verschiedene Folgen
Crowdfunding aus steuerlicher Sicht
Rainer Weichhaus, Konstantin Maretis,
RBS RoevertBroennerSusat

Assetklasse

- 28 Crowdfunding als Assetklasse
**Familienzuwachs bei den Anlageklassen
für Privatanleger?**

Service

- 31 Exklusiver Partner des Specials

Impressum

VentureCapital
Magazin

16. Jg. 2015

„Crowdfunding“

ein Special des VentureCapital Magazins

Verlag: GoingPublic Media AG, Hofmannstr. 7a, 81379 München,
Tel.: 089-2000339-0, Fax: 089-2000339-39, E-Mail: info@goingpublic.de,
Internet: www.vc-magazin.de, www.goingpublic.de

Redaktion: Mathias Renz (Verlagsleitung), Benjamin Heimlich (Redaktionslei-
tung), Stefan Gätzner

Mitarbeit an dieser Ausgabe:

Tanja Aschenbeck-Florange, Christina Cassala, Volker Deibert, Bernd Frank,
Holger Garbs, Dr. Lorenz Jellinghaus, Konstantin Maretis, Peter Mayer, Robert
Michels, Dr. Bernhard Noreisch, Rainer Weichhaus, Dr. Peter Wolff

Lektorat: Sabine Klug, Magdalena Lammel

Gestaltung: Holger Aderhold, Annette Wiedemann

Titelbild: © Thinkstock/istock/tapilipa

Druck: Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

K5 Investoren-Ticket

249,- EUR

(statt 499,- EUR) zzgl. MwSt.

Rabatt-Code für VC-Magazin Leser:

K5VCM

Gültig bis 6. März 2015

K5 CAPITAL DAY

19.03.2015 München



CAPITAL DAY

Location

Dolce Munich

Unterschleißheim
Andreas-Danzer-Weg 1

Keynotes

- **Jochen Krisch**,
Exciting Commerce
- **Martin Sinner**,
redcoon GmbH
- **Christian Schnagl**,
posterXXL AG
- **Florian Seubert**,
ehemals zooplus AG

Kontakt

capitalday@k5-gmbh.com

Partner & Sponsoren



WARUM TEILNEHMEN ...?

Die Handelslandschaft steht vor so großen Umwälzungen wie nie zuvor:

Digitale Strudelbewegungen, ein Online-Tsunami und nie da gewesene Plattenverschiebungen der Branchentektonik sind bereits Realität! Die alles entscheidenden Fragen aller Marktteilnehmer lauten:

1. Wie können wir von diesem **UMBRUCH** profitieren?
2. Wie **FINANZIERE** ich mein Unternehmen, um die sich bietenden **MARKTCHANCEN** zu ergreifen?

Der **K5 CAPITAL DAY**

- ▶ richtet sich an alle handelsnahen Unternehmen - **Händler, Marken, Dienstleister** - die sich dem digitalen Wandel stellen, die Wachstumschancen ergreifen wollen und flankierend einen unverbindlichen Zugang zu **Kapitalgebern, Beratern** und **Banken** suchen.
- ▶ gibt einen Überblick über die wirkenden Kräfte und leitet **Chancen** und **Opportunities** systematisch her.
- ▶ schafft Transparenz über die **verfügbaren Finanzinstrumente sowie deren Anbieter** entlang des Unternehmenslebenszyklus.
- ▶ führt **Kapitalgeber** und **Unternehmer** in der K5-eigenen Networking-Atmosphäre zusammen.
- ▶ ist die relevante Plattform für den **Handel im Wandel**.

Wachstumspfad mit Stolpersteinen

Der Schwarm auf dem Weg zur festen Finanzierungsgröße

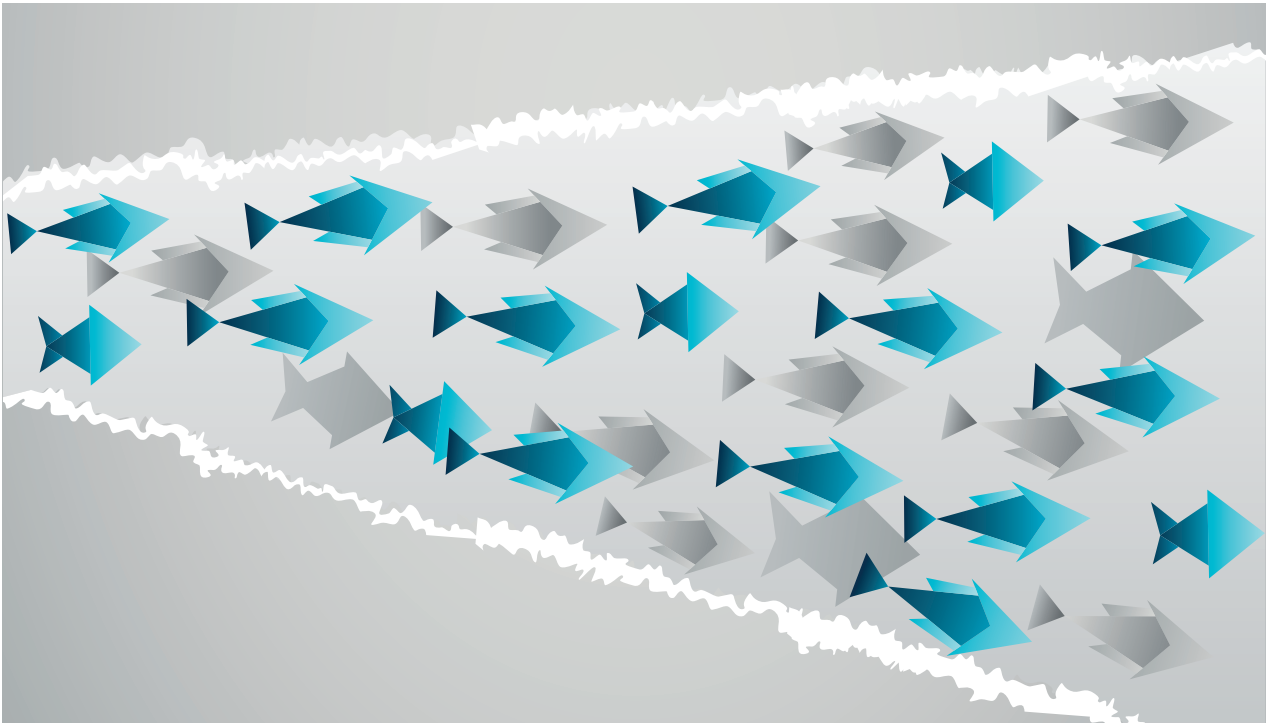


Foto: © Thinkstock/istock/tapilpa

Das Crowdfunding ist eine noch junge Finanzierungsform, hat sich aber inzwischen in der Gründerszene schon ganz gut etabliert. Zunehmend ziehen nicht nur Start-ups, sondern auch Unternehmen in späteren Entwicklungsphasen diese Finanzierung in Betracht – doch die geplante Regulierung könnte zum Hemmschuh werden.

Von IT-Servern für den Hausgebrauch über Pizza-Lieferservice und „ökologisch-nachhaltige“ Tiernahrung bis hin zu Energie- und Immobilienprojekten: Die Palette von Ideen und Geschäftsmodellen, die sich über Crowdfunding finanzieren, ist in den vergangenen Jahren immer größer geworden. Es ist ein Wachstumsmarkt, seit den Anfängen in Deutschland im Jahr 2011 hat sich die Zahl der Anbieter vervielfacht. Von den insgesamt etwa 30 Plattformen ist aber nur rund ein Viertel – mit einem entsprechenden Aktivitätsniveau – relevant. Seedmatch, Companisto, Innovestment und Bergfürst sind einige der bekannten Namen. Zu beobachten ist eine breitere Differenzierung, so gibt es inzwischen mehrere auf Energieprojekte und auch auf Immobilien fokussierte Plattformen.

Für Anleger: hohes Risiko, hohe Chance

Insgesamt wurden bis heute ca. 50 Mio. EUR für nahezu 200 Unternehmen und Projekte über Crowdfunding eingesammelt. Das 2013 noch sehr starke Wachstum hat allerdings

nachgelassen. Für Anleger, die meist Beträge zwischen 500 und 4.000 Euro je Beteiligung investieren, ist stets ein hohes Risiko bei zugleich großen Chancen im Spiel. Hinsichtlich Renditen gibt es angesichts der noch kurzen Historie und Investitionszeiten keine aussagekräftige Statistik. Als vorherrschende Beteiligungsform hat sich – gemessen am Finanzierungsvolumen – das partiarische Nachrangdarlehen herauskristallisiert; Genussrechte sind ein weiteres Instrument; ebenso die typisch stille Beteiligung, allerdings mit abnehmender Tendenz. Crowdfunding ist besonders dann Erfolg versprechend, wenn man es mit Marketingzwecken verknüpft. Die Kommunikation mit der Crowd ist ein zentrales Element, das Unternehmen erhält dann auch eine Resonanz auf sein Produkt bzw. seine Dienstleistung. Das Angebot des Unternehmens wird dadurch einem immer breiteren Publikum – also potenziellen Kunden – bekannt. Um Misserfolge zu minimieren, prüfen die Plattformen vorab die Unternehmen mit ihren Geschäftsideen und ihren Profilen, ob sie für ein Crowdfunding überhaupt passen.

Seedmatch Marktführer in Deutschland

Allein über die Plattform Seedmatch wurden seit ihrem Launch im August 2011 bereits 76 Finanzierungsrunden von 67 Jungunternehmen erfolgreich durchgeführt und damit insgesamt 22,4 Mio. EUR eingesammelt. Im Jahr 2014 brachten die Crowd-Investoren bei 25 Finanzierungen 11,27 Mio. EUR auf – 52% mehr als 2013. Die durchschnittliche Finanzierungssumme je Runde belief sich über den Gesamtzeitraum auf 294.700 EUR. Von den Anfängen bis heute stieg sie aber deutlich an; 2014 waren es ca. 451.000 EUR. Ebenfalls schon lange am Markt ist Innovestment. Seit November 2011 wurden hier insgesamt 2,42 Mio. EUR in 28 Unternehmen investiert.

Zu den stark wachsenden Plattformen gehört Companisto, die im zweiten Halbjahr 2012 an den Start ging. 2014 sammelten hier neun Unternehmen 3,58 Mio. EUR ein, nachdem es im Jahr davor 17 Unternehmen auf insgesamt 2,91 Mio. EUR brachten. Die Durchschnittssumme stieg von rund 170.000 auf knapp 400.000 EUR je Finanzierungsrunde. Ebenso wie bei Seedmatch hat man sich hier auf das partiarische Nachrangdarlehen als Beteiligungsform festgelegt; dieses beteiligt Investoren an den Gewinnen und an einem eventuellen Exit-Erlös, während sie allerdings keine Mitspracherechte haben, sodass die Unternehmensleitung die volle Entscheidungsgewalt behält.

Nachgefragt bei Jens-Uwe Sauer, Seedmatch

VC Magazin: Welche Beteiligungsform ist bei Seedmatch vorherrschend?

Sauer: Bei Seedmatch gibt es ausschließlich das partiarische Nachrangdarlehen, das wir 2012 eingeführt haben. Davor konnte man in Form der stillen Beteiligung in Start-ups investieren.

Diese waren jedoch nur bis 100.000 EUR prospektfrei. Das partiarische Darlehen ermöglichte erstmals Fundings über 100.000 EUR, ohne den sehr kosten- und zeitintensiven Prozess einer Prospekterstellung. Unser Team hat lange an diesem Vertragswerk gefeilt und sich mit Anwälten, Seedmatch-Investoren, Start-ups, Venture Capital-Gesellschaften und Business Angels abgestimmt. Diese Beteiligungsform ist aus unserer Sicht das beste Konstrukt, um Crowdinvesting zu ermöglichen und Investoren wie Start-ups mit ihren jeweiligen Interessen zusammenzubringen.

VC Magazin: Aus welchen Branchen bzw. Geschäftsfeldern kommen die Unternehmen vorwiegend?

Sauer: Wir möchten unserer Crowd auf der Plattform ein möglichst breites Angebot an innovativen und interessanten Start-ups präsentieren. Entsprechend kommen die Start-ups aus den unterschiedlichsten Bereichen. Die Erfahrung zeigt, dass sich B2C-Themen gut für ein Crowdinvesting eignen – also mit Consumer-Produkten, die jeder Investor nutzen kann. Aber auch B2B-Themen können gut funktionieren. Es müssen Innovationen sein, die Begeisterung hervorrufen.



VC Magazin: Woran hängt in erster Linie der Erfolg, um genügend Investoren zu finden, und welche Fehler sollte man vermeiden?

Sauer: Für den Erfolg oder Misserfolg spielen viele Faktoren eine Rolle. Man kann nicht pauschal sagen: Weil jenes bei Start-up x funktioniert hat, wird es das auch beim nächsten Start-up tun. Das Interesse der Investoren kann auf vielerlei Art gewonnen werden: Erzählt das Start-up eine besonders überzeugende Investment-Story, also fügt es aus persönlichen und gesellschaftlichen Motiven ein spannendes Gesamtbild zusammen? Präsentiert es ein Produkt oder einen Service, auf den die Menschen schon lange gewartet haben? Das Start-up-Team muss kommunikativ sein und den Dialog mit der Crowd aktiv suchen, denn die Crowd investiert auch immer in die Gründer.

VC Magazin: Wie sehen Sie den deutschen Markt im internationalen Vergleich?

Sauer: Wenn wir unseren beispielsweise mit dem englischen Markt vergleichen, sehen wir noch deutliches Entwicklungspotenzial. Dort haben wir eine komplett andere Wagniskapitalgeber-Kultur, und auch durch die anderen rechtlichen Rahmenbedingungen ist Equity Based Crowdinvesting dort bereits wesentlich weiter und innovativer. Es gibt dort eine proaktive und fortschrittliche Crowdinvesting-Regulierung. Bei uns steht das Kleinanlegerschutzgesetz quasi in den Startlöchern. Es bleibt abzuwarten, wie sich der Markt entwickeln wird – abhängig davon, wie die Bereichsausnahmen für Schwarmfinanzierungen ausfallen werden.

VC Magazin: Vielen Dank für das Interview, Herr Sauer.

Gute Kommunikation und klares Profil

„Besonders wichtig für gelungene Crowdfunding-Kampagnen ist eine klare, zeitnahe und gehaltvolle Kommunikation zwischen Start-up und Investoren“, sagt Companisto-Geschäftsführer David Rhotert. „Über alle Plattformen ist zu beobachten, dass Gründer, die ihren Investoren auf Augenhöhe begegnen, Fragen zügig und eloquent beantworten, auch besonders erfolgreich sind. Andersherum lässt die Investitionsbereitschaft schnell nach, wenn Anfragen nicht oder nur pro forma beantwortet werden.“ Ebenfalls wichtig sei ein sehr klar strukturiertes Profil, das die Geschäftsidee schnell nachvollziehbar macht und alle relevanten Informationen enthält. Bei Companisto gingen in 2,5 Jahren über 3.000 Bewerbungen ein – 35 Start-ups wurden davon ausgewählt. Aktuell läuft die bislang größte Finanzierungsrunde auf Companisto (und laut Rhotert sogar in ganz Europa): Für das im Juli 2014 gestartete Crowdfunding des Ostseeresorts Weissenhaus Grand Village & Spa brachten bislang gut 1.500 Investoren ca. 6,4 Mio. EUR auf. Das Crowdfunding für die Immobilie wurde verlängert, bis zu 7,5 Mio. EUR sollen möglich sein. Relativ wenige, aber in den Finanzierungssummen (ca. 1,5 bis 10 Mio. EUR) große Crowdfundings bietet die mit einer Banklizenz ausgestattete Plattform Bergfürst an, zum



David Rhotert,
Companisto

Teil mit Aktien als Beteiligungsform. Sie gehört auch zu denen, die das Geschäftsfeld Immobilien ausbauen.

Stärkere Differenzierung der Plattformen

Der Markt für Crowdfunding hat sich erweitert. „Wir sehen eine zunehmende Differenzierung der Plattformen“, sagt Karsten Wenzlaff vom German Crowdfunding Network. Er nennt hier vier Ebenen. Erstens gebe es eine breitere Differenzierung hinsichtlich Branchen und Investitionsobjekten: Neben klassischen B2C- und B2B-Projekten u.a. Immobilien, Filme, Musik etc. Zweitens nach der Phase, in der sich das Unternehmen finanziert: Seed, Early Stage und spätere Phasen, z.B. Wachstum/Expansion. „Zum Dritten haben wir eine Differenzierung nach den Beteiligungsinstrumenten wie stille Beteiligungen, partiarische Darlehen, Genussrechte und weitere Formen“, erklärt Wenzlaff. „Die Plattformen haben sich selbst teilweise umstrukturiert.“ Viertens gebe es zunehmend Kooperationen zwischen verschiedenen Finanzierungspartnern. „Wir erleben, dass Start-ups gleichzeitig mit Banken, Business Angels, Venture Capital-Gebern und mit der Crowd reden“, so Wenzlaff. Banken geben leichter einen Kredit, wenn das Unternehmen bereits ein erfolgreiches Crowdfunding hinter sich hat. Wenzlaff: „Banken können einen neuen Markt oder



Karsten Wenzlaff, German
Crowdfunding Network

Crowdfunding-Plattformen für ...

... **Start-ups:** BerlinCrowd, Companisto, Crowd Nine (Baden-Württemberg), Crowdrange, Deutsche Mikroinvest, Fundsters, Fundedby.me, Innovestment, Seedmatch, Startkapital Online, Welcome Invest

... **Start-ups und innovative Wachstumsunternehmen/Mittelstand:** FunderNation, LightFin

... **Wachstumsunternehmen:** Deutsche Unternehmerbörse

... **Mittelständler:** Bankless24, United Equity

... **Energieprojekte:** bettinvest, Crowdfunder.gy, Econeers, GreenCrowding, Greenvesting, greenXmoney

... **medizinische Innovationen:** Aescuvest

... **Filme:** Cinedime, Filmkraut

... **Kunst:** 52masterworks

... **Immobilien:** Civum, Exporo, Bergfürst (Immobilien u.a.)

Mit regionalem Bezug in ...

... **der Schweiz:** Investiere.ch

... **Österreich:** Conda.at (früher: Mashup finance), 1000x1000

Sonstige: Die Beteiligungsplattform, Kapitalfreunde, MyBusinessBacker, PiratesCapital (demnächst)

Quelle: Deutscher Crowdsourcing Verband, eigene Recherche. Kein Anspruch auf Vollständigkeit

eine neue Geschäftsidee oft noch nicht abschätzen; dann hilft ihnen die Resonanz der Crowd, die sich über das Crowdfunding ergibt.“ Business Angels und Venture Capitalgeber bringen neben Kapital auch unternehmerische Expertise mit. „Venture Capital-Gesellschaften merken, dass Crowdfunding weniger eine Konkurrenz als eher eine Finanzierungsergänzung ist und dass sie anhand des Crowdfunding-Erfolgs besser die Risiken eines Start-ups abschätzen können.“

Wenig „Exit“-Erfahrungen

An Exit-Erfahrungen mangelt es noch. Einerseits gab es eine Reihe von Jungunternehmen, die mit Erfolg weitere Finanzierungsrunden – teils über ein zweites Crowdfunding – zustande brachten. Andererseits konnten sich einige über die Crowd finanzierte Newcomer nicht am Markt etablieren und stellten ihren Betrieb ein oder gingen in die Insolvenz. Dieses Risiko des möglichen Totalverlusts sollte jedem Investor klar sein. Aus Sicht von Wenzlaff lagen Misserfolge oft daran, dass entweder nach dem Crowdfunding die nächste Finanzierungsrunde nicht schnell genug auf die Beine gestellt wurde oder dass der potenzielle Kundenzuwachs nicht richtig eingeschätzt oder genutzt wurde. Hinsichtlich Exit-Erfahrungen bleibt die spannende Frage: Was passiert, wenn etwa ab 2017/2018 bei einer größeren Zahl von Unternehmen die Fristen für die Beteiligungsformen z.B. bei partiarischen Nachrangdarlehen auslaufen? Erreichen die betreffenden Firmen dann weitere Finanzierungen für weiteres Wachstum?

Ausblick

Im Jahr 2015 dürfte sich das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) wohl als Wachstumshemmnis herausstellen, wenn es in seiner jetzigen Form verabschiedet wird. Insbesondere bürokratische Hürden wie das Vermögensanlageinformatonsblatt (VIB) sowie das vorgesehene Werbeverbot für Crowdfunding-Projekte sehen Experten als problematisch an. Die Branche bewertet eine Umsetzung des KASG in der jetzigen Form als Rückschlag für die Gründerszene in Deutschland, auch im internationalen Wettbewerb. Da aber die konkrete Ausgestaltung des KASG noch nicht feststeht, bleibt dies eine spannende Frage. Jedenfalls wird der Gesetzgeber darauf achten müssen, jungen Unternehmen und innovativen Ideen bei der Finanzierung nicht unnötig Steine in den Weg zu legen. ■

Bernd Frank
redaktion@vc-magazin.de

Transactions
Technology
Finance



Top-Performer beim Crowdfunding

Die Crowd auf Kurs: Erfolgsgestories der Schwarmfinanzierung

Seit einigen Jahren geistert ein neues Wort durch die Kapitalwelt: Crowdfunding. Als Megatrend gehandelt, kann sich jetzt jeder unkompliziert und auf Wunsch schon mit kleinen Geldbeträgen an jungen innovativen Unternehmen beteiligen. Über Internetportale werden dabei Gelder für attraktive Gründungsvorhaben (Start-ups) eingesammelt. Die Geldgeber (Mikroinvestoren) erhalten im Gegenzug einen Erfolgsanteil an dem von ihnen ausgewählten Start-up-Unternehmen.

Mit Crowdfunding ist eine Anlagemöglichkeit entstanden, die die gestiegene Kapitalnachfrage der Start-ups abfangen kann. Auf der Suche nach Geld ist es für junge Gründer durchaus eine Alternative, vor allem Geld für die erste Wachstumsphase einzusammeln. Das belegen auch die Zahlen von Seedmatch, einer der führenden Crowdfunding-Plattformen in Deutschland. Ge-gründet wurde das Dresdener Unternehmen von Jens-Uwe Sauer im Jahr 2011. Seither haben insgesamt 67 Start-ups eine Finanzierung über die Plattform erhalten. Neun Start-ups haben gar eine Anschlussfinanzierung. Entsprechend diesen Zahlen befindet sich Seedmatch derzeit bei insgesamt 76 Finanzierungsrunden. „Insgesamt wurden schon über 22 Mio. EUR von 9.000 Investoren in junge Start-ups investiert“, resümiert Sauer die letzten vier Jahre. Ähnlich sieht es bei dem Berliner Unternehmen Companisto aus. Alleine im vergangenen Jahr wurden über das Unternehmen 3,6 Mio. EUR von insgesamt 9.500 Investoren eingesammelt. Hinzu kommen noch einmal 1.400 Investoren, die in das bislang erfolgreichste Crowdfunding auf Companisto, die Finanzierung des Weissenhaus Grand Village & Spa Resorts von Venture Capital-Geber und Multimillionär Jan Henric Buettner, bislang 6,3 Mio. EUR investiert haben. Es handelt sich um die erste Immobilienfinanzierung auf Companisto, die einerseits mit anderen Konditionen aufwartet als eine übliche Start-up-Finanzierung und andererseits auch eine andere Risikoklasse darstellt.

Über 50% Zuwachs im Jahr 2014

In Summe kamen in den ersten drei Quartalen 2014 via Crowdfunding 12,1 Mio. EUR zusammen. Damit legte das in Start-ups auf den Crowdfunding-Plattformen investierte Kapital von Januar bis September 2014 um fast 50% im Vergleich zum Vorjahr zu – so die Zahlen des Crowdfunding-Monitor, den das Gründerportal „fuer-gruender“ quartalsmäßig erhebt. „In dieser Statistik sind jedoch noch nicht alle Crowdfunding-Projekte erfasst worden, sodass dieser

Betrag vermutlich noch einmal höher liegen wird. Hinzu kommt, dass das mit 6,3 Mio. EUR europaweit bislang größte über Crowdfunding gelaufene Projekt (Weissenhaus) in der Statistik in das Jahr 2015 gerechnet wird, obwohl das meiste Geld bereits im vergangenen Jahr eingesammelt wurde“, sagt Prof. Dr. Ralf Beck. Er ist Professor an der Fachhochschule Dortmund und Unternehmensberater sowie Autor des Buches „Crowdfunding – Die Investition der Vielen“. Inklusiv des Weissenhaus-Projektes läge die Wachstumsrate 2014 dann gar bei 60%, rechnet Beck vor.



Prof. Dr. Ralf Beck,
Fachhochschule Dortmund

Klassische Venture Capitalisten haben die Spielregeln verstanden

Zahlen, die im Vergleich zu klassischen Venture Capital-Fonds noch sehr klein klingen. Dennoch haben Crowdfunding-Plattformen in der Kapital-landschaft immens an Bedeutung gewonnen. Das bestätigt auch Joschka Rugo von Companisto. Er weiß: „Crowdfunding wurde von den Risikokapitalgebern zunächst als Internetphänomen beobachtet.“ Aber längst habe, wenn auch nicht bei allen klassischen Venture Capital-Gesellschaften, ein Mentalitätswechsel stattgefunden. Einige der Venture Capitalisten schauten sich das Crowdfunding jetzt doch einmal genauer an. Das hat schließlich auch Vorteile. „Für den VC kann es durchaus interessant sein, den zunächst crowdfinanzierten Start-ups in der zweiten oder dritten Finanzierungsrunde beizustehen“, sagt Beck. Grund dafür sei, dass die Mikroinvestoren besonders risikobehaftete Frühfinanzierungen abdecken und der Venture Capital-



Joschka Rugo,
Companisto

Geber erst dann einsteige, wenn die größten Risiken hinter dem Unternehmen lägen. Eine Beobachtung, die das Team von Companisto teilt. „Die Investoren haben das Prinzip von Crowdfunding verstanden“, sagt Rugo und meint damit nicht nur die klassischen Venture Capitalisten, sondern vor allem auch die Mikroinvestoren, die auf den unterschiedlichen Plattformen aktiv sind. Deren Zahl hat sich in den letzten Jahren deutlich erhöht. So zählt die Informationsplattform für Crowdfunding, crowdfunding.de, mittlerweile an die 35 professionelle Investmentplattformen. Viele davon sind mit einer speziellen Ausrichtung gestartet. Ihre Differenzierungsmerkmale reichen dabei von der Höhe der abverlangten Investitionssumme bis hin zu Mindestlaufzeiten.

Crowd ist professioneller geworden

Auch die Crowd selbst ist vielfältiger und professioneller geworden. „Grundsätzlich kann sich eine große Bandbreite an Start-ups aus verschiedenen Branchen präsentieren und Investoren aus der Crowd für sich gewinnen“, sagt Sauer von Seedmatch. Die thematische Ausrichtung der Unternehmen sei mittlerweile nebensächlich geworden, ist er sich sicher. Zwar habe sich gezeigt, dass sich Start-ups mit Consumerprodukten, also sogenannten B2C-Themen, für die Crowd gut eignen, dennoch könnten auch B2B-Themen gut funktionieren. Das größte Funding konnte bei Seedmatch beispielsweise das Hamburger Start-up Protonet mit 3 Mio. EUR erfolgreich abschließen. „Noch nie konnte zum dem Zeitpunkt ein Start-up über Crowdfunding so viel Kapital in so kurzer Zeit einsammeln“, so Sauer. Das schnellste Funding war jedoch Flowkey, die ihr Ziel von 300.000 EUR innerhalb von drei Tagen erreichen konnten. Wenn es nicht die Branche ist, die Investitionen erfolgreich macht, was dann? Rugo von Companisto identifiziert eine Reihe ganz anderer Faktoren. Dazu gehören etwa die Qualität, Aussagekraft und Vollständigkeit des Profils eines Start-ups, die Qualität der Interaktion zwischen Investoren und ihrem Start-up oder konkrete, schlüssige Kommunikation mit Investoren auf Augenhöhe.

Marketingeffekt vor allem während der Kampagne spürbar

Erfolgreich Geld eingesammelt hat im letzten Jahr beispielsweise auch Philipp Feste. Er ist Gründer der BiteBox, eines Hamburger Unternehmens, das Snack-Boxen sowohl an Privathaushalte als auch an Bürogemeinschaften verschickt. Ein Konzept, das im vergangenen Jahr knapp 1.300 Mikroinvestoren überzeugte. Dabei war sich Feste gar nicht so sicher, ob und wie erfolgreich die Finanzierungsrunde werden könnte. „Man weiß eben nicht, was kommt“, berichtet er rückblickend. Aber als nach der ersten Stunde bereits 100.000 EUR eingesammelt gewesen waren, sei klar gewesen, dass die Crowd das Business-Modell mag und der er-



Philipp Feste,
BiteBox

hoffte Betrag zu schaffen ist. „Die Anfangsdynamik ist enorm wichtig. Wir hatten gleich am Anfang ein gutes Momentum“, erinnert er sich. Rückblickend, so sagt er, würde er wieder die Entscheidung treffen, über die Crowd Geld einzusammeln. Auch wenn er den viel gepriesenen Marketingwert nicht benennen kann. „Der Effekt der vielen Investoren ist vor allem während der Kampagne zu spüren“, sagt er. Ihm zeige es, dass Leute in der Crowd vornehmlich auch deshalb investierten, um Rendite zu machen.

Ausfallquote wird ansteigen

Bedeutet die höheren und schnelleren Finanzierungsrunden der letzten Monate gepaart mit professionelleren Investoren und Gründern also auch automatisch erfolgreichere Start-ups? Vielleicht sogar im Vergleich zur Erfolgsquote von Venture Capital-Fonds? Prof. Beck: „Erstausnehmend ist, dass die Versagensquote bei Crowdfunding derzeit noch unterhalb von 10% liegt, und das obgleich die Crowd regelmäßig früher und sogar in einer risikobehafteteren Phase einsteigt als klassische Venture Capitalisten.“ Doch noch sei das Crowdfunding zu frisch, um hier schon valide Aussagen zu treffen. Beck spekuliert auf einen Anstieg der Ausfallquote. Aber er sieht erfreuliche Ansätze dafür, dass Crowdfunding dauerhaft Bestand haben wird. Welche der beiden Formen im Endeffekt die günstigere Variante ist, mag er nicht zu orakeln. „Wahrscheinlich werden sie nicht besonders weit auseinander liegen“, sagt Beck weiter.

Fazit

Wo also geht die Reise hin? Konkurrenz oder ein Nebeneinander beider Anlagemöglichkeiten? „Ich sehe weniger eine Konkurrenzsituation. Ziel sollte ein Nebeneinander beziehungsweise ein Miteinander sein, aber das wird im Gesetzesentwurf gerade erschwert“, sagt Robert Michels, Partner im Frankfurter Büro von Dentons, einer global agierenden Wirtschaftskanzlei, und in dieser Funktion Mit-Autor des Crowdfunding-Monitors. Dennoch warnt er vor voreiligen Schlüssen. „Bei einem Blick auf die historischen Ausfallquoten wird klar, dass wir von einer hochriskanten Anlageform sprechen. Ob die Gewinnchancen eines Privatanlegers dem vorgenannten Risikopotenzial entsprechend ausgestaltet sind, wage ich zu bezweifeln“, so Michels. ■



Robert Michels,
Dentons

Christina Cassala
redaktion@vc-magazin.de

Pleiten crowdfinanzierter Start-ups

Drum prüfe, wer sich bindet

Allein in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres wurden in Deutschland über 18 Mio. EUR über Crowdfunding- und Crowdinvesting-Plattformen eingeworben. Finanzierungen über die Crowd sind also weiterhin beliebt. Parallel jedoch sorgen Insolvenzfälle wie der des Münchener Start-ups Vibewrite für Aufsehen und Kritik. Muss das System der Crowd überdacht werden, um Investoren, Unternehmer und Anbieterplattformen vor Pleiten zu schützen?

Die Insolvenz des Münchener Start-ups Vibewrite im Dezember vergangenen Jahres hat in der Szene für Unruhe gesorgt. Noch Ende September hatte das Unternehmen erfreut über die Einwerbung von über 550.000 EUR Kapital berichtet, welches über die Crowdinvesting-Plattform Seedmatch generiert werden konnte. Entsprechend heiß wurde über tatsächliche und wahrscheinliche Umstände der Pleite diskutiert. Wie konnte das passieren?

Wer trägt die Verantwortung?

Allein das Informationsportal crowdstreet.de listet für den Zeitraum 2013/2014 17 Fälle von Insolvenz, vorläufiger Insolvenz oder Einstellungen des Geschäftsbetriebs auf. Die tatsächliche Zahl dürfte durchaus höher ausfallen. Zur Erinnerung: Beim Crowdinvesting kann sich eine Vielzahl von Investoren, Mikroinvestoren oder schlicht „Anlegern“ ab einem definierten Mindestbeitrag an jungen Start-ups beteiligen. Diese findet im Rahmen einer stillen Beteiligung, über Genussrechte oder über ein paritätisches Darlehen statt. Ist das Unternehmen später erfolgreich, erhält der Investor eine entsprechende Rendite. Allerdings kann der Kapitalgeber sein Geld verlieren, bleibt der Erfolg aus oder geht ein Unternehmen, wie Vibewrite, in die Insolvenz. Bezogen auf das Ausfallrisiko unterscheidet sich Crowdinvesting nicht wesentlich von anderen Beteiligungsgeschäften, also auch von klassischen Wagniskapitalinvestments. Zumindest vordergründig, denn wie steht es beispielsweise mit der Due Diligence? Oder mit der regelmäßigen Unterrichtung der Investoren durch das Unternehmen? Diese und andere Fragen wurden im Zuge der Vibewrite-Insolvenz in einschlägigen Foren diskutiert. Vereinzelt wurden gar Vorwürfe einer möglichen Insolvenzverschleppung geäußert. Besonders kurios: Der Insolvenzantrag wurde von einer Krankenkasse gestellt, nachdem das Unternehmen Sozialversicherungsbeiträge für mindestens einen Mitarbeiter nicht geleistet hatte. Hätten die Öffentlichkeit und insbesondere die Kapitalgeber früher über mögliche Zahlungsschwierigkeiten informiert werden müssen? Und welche Verantwortung trägt die Crowdinvesting-Plattform?

Bunte Bilder

Den meisten Plattformen ist es schlichtweg nicht möglich, eine tief greifende Prüfung der Ertragsaussichten oder der Wirtschaftlichkeit des Unternehmens vorzunehmen. Zuweilen fehlt es dafür an entsprechend ausgebildetem Fachpersonal. Ebenfalls lohnen die vergleichsweise kleinen Finanzierungssummen, die pro Investor im Rahmen des Crowdinvestings geleistet werden, auch nicht, um kosten- und zeitaufwendige Prüfungen überhaupt vorzunehmen. Auch die Veröffentlichung möglicher Geschäftsgeheimnisse mag eine Rolle spielen. Einige Unternehmenspräsentationen auf Anbieter-Plattformen ähneln eher aufwendig konstruierten Powerpoint-Präsentationen als soliden Business-Plänen. Zwar müssen Business-Pläne und Unternehmenspräsentationen, die vor Selbstbewusstsein strotzen, nicht von vornherein negativ bewertet werden. Doch mit bunten Bildern und blumigen Worten allein ist kein fundiertes Investment zu stemmen. Auf diese Weise wird jedoch ein signifikantes Risiko erhöht, nämlich dass Crowd-Investoren im Vergleich zu klassischen Wagnis- oder Wachstumskapitalgebern schlechter über die wahren Chancen und Risiken eines Start-ups informiert sind. Im Zweifelsfall erhöht dies die Wahrscheinlichkeit von Insolvenzen bei crowdfinanzierten Start-ups, denn mitunter werden Unternehmen finanziert, die, so der kritische Betrachter, eigentlich gar nicht finanzierungswürdig sind.

Keine klassische Kontrolle

Anders als die klassischen Venture Capital-Geber sind Mikroinvestoren in der Regel auch nicht im Beirat des durch sie finanzierten Unternehmens vertreten. So kommt einerseits dem Unternehmen selbst, aber auch der Crowdinvesting-Plattform eine besondere Form der Investorenkommunikation zu. Zugleich bleibt vielen Investoren die Chance verwehrt, in Form eines Beiratsmandates beratend oder zumindest begleitend in die strategischen Geschicke des Start-ups einzugreifen. Eine klassische Kontrollfunktion durch die eigentlichen Kapitalgeber, wie sie in Venture Capital-finanzierten Start-ups ohne Weiteres möglich ist, fehlt damit. Bleiben regelmäßige Geschäftsberichte aus und wird die



Foto: © Thinkstock/istock/Robert Churchill

vielgepriesene „Transparenz“ auch durch die Crowdfunding-Plattform nicht geleistet, entstehen Fragen. Mangelnde Transparenz ist ein schnell geäußelter Vorwurf, sobald ein crowdfinanziertes Start-up zur angeblichen oder tatsächlichen Überraschung der Investoren in Zahlungsschwierigkeiten gerät. Schon vernimmt man den Unmut und die Enttäuschung ehemaliger Mikroinvestoren bezüglich überzogener Geschäftserwartungen oder schleierhafter Erklärungsversuche, sobald wirtschaftliche Schief lagen offensichtlich werden.

Transparenz muss gelebt werden

Es wäre unklug, das Modell „Crowdfunding“ aufgrund einiger medial Aufsehen erregender Pleiten zu verdammen. Denn ohne Zweifel existiert eine ganze Reihe von Geschäftsideen, die mit Crowdfunding besser zu finanzieren sind als mit klassischem Venture Capital, vor allem im nichttechnologischen und weniger kapitalintensiven Bereich. Auch darf der Marketingeffekt durch Crowdfunding-Plattformen nicht unterschätzt werden. Manche Start-ups sind auf entsprechende Effekte angewiesen und können sich auf diese Weise hohe finanzielle Ausgaben ersparen. Doch bei allen bunten Bildern und blumigen Worten, am Ende hilft nur eine fundierte Analyse der Geschäftsidee. Ist diese in der Lage, die eingeworbenen Investitionssummen zumindest langfristig wieder auszuschütten? Gibt es eine Chance auf Folge-

finanzierungen, womöglich mit etablierte Wagnis- und Wachstumskapitalgebern? Crowdfunding-Anbieter müssen entsprechende Kontrollfunktionen garantieren, um künftig das Risiko von Insolvenzen crowdfinanzierter Start-ups zu minimieren. Die vielerorts beworbene Transparenz zwischen Start-up, Investor und Plattform muss auch tatsächlich gelebt werden.

Fazit

Schlussendlich ist Crowdfunding den Kinderschuhen entwachsen. Mehrere Plattformen wollen künftig Eigenkapitalinvestitionen von über 100.000 EUR möglich machen. Die damit verbundene Prospektspflicht ist mit Aufwendungen verbunden, welche innerhalb der Crowdfunding-Branche für eine Trennung der Spreu vom Weizen sorgen werden. Parallel wird diese Entwicklung immer vermögendere und professionell agierende Investoren anziehen. Laut einer Studie der Universität Oldenburg geht die Zeit der „Spaß-Investoren“ zu Ende, Rendite-Investoren gewinnen an Bedeutung. Diese werden sich kaum mit „bunten Bildern“ abspesen lassen, sondern auf einer ausführlichen Due Diligence bestehen, bevor sie ihr Investment tätigen. Auf diese Weise wird auch das Pleiterisiko minimiert.

Holger Garbs
redaktion@vc-magazin.de

Interview mit Uli Fricke, FunderNation

„Eine der wichtigsten Fragen für uns ist, wie man Vertrauen aufbauen kann“

Die Finanzierung von Unternehmen über die Crowd wurde von der Mehrheit der klassischen Venture Capital-Geber zu Beginn äußerst kritisch betrachtet. Als eines der deutlichsten Beispiele für diese Skepsis gilt die Finanzierungsrunde von Smarchive durch T-Venture Ende 2012. Das Münchner Start-up, das heute unter Gini firmiert, musste im Vorfeld des Deals die Verträge mit seinen 143 Crowd-Investoren rückabwickeln. Heute hat sich bei vielen Venture Capital-Gesellschaften die Einstellung gegenüber Schwarmfinanzierungen gewandelt.

VC Magazin: Welche Herausforderungen gibt es aus Ihrer Sicht für neue Crowdinvesting-Plattformen? Wo sehen Sie Nischen für neue Anbieter und in welche Nischen wollen Sie vordringen?

Fricke: Alle Plattformen haben die gleiche Herausforderung, Aufmerksamkeit der Investoren-Community zu generieren und dafür zu sorgen, dass das Angebot attraktiv genug für eine Investition wird. Hier hat jeder in den unterschiedlichen Phasen der Plattformentwicklung seine eigenen Herausforderungen. Für uns ist es keine Herausforderung, interessante Investmentmöglichkeiten zu finden. Auch auf der rechtlichen, technischen und operativen Seite haben wir aufgrund unseres Hintergrunds als Venture Capital-Gesellschaft kaum Probleme. Daher ist auch bei uns die Vermarktungsseite die spannendste. Ein USP von FunderNation ist die umfangreiche Investormenterfahrung: Was gilt es bei einer Start-up-Finanzierung zu beachten? Was hat sich bewährt? Wie investiert man gemeinsam mit einem Business Angel? Was muss man bei einer Zusammenarbeit mit einer Venture Capital-Gesellschaft beachten? Dies ist für uns Alltag der letzten 18 Jahre und unser Know-how stellen wir nun den Investoren und Unternehmen der FunderNation zur Verfügung. Es gibt nicht nur Start-ups, sondern auch innovative Kleinunternehmen, die Schwierigkeiten bei der Bankfinanzierung haben. Wegen geringerer Skalierbarkeit sind sie nicht sonderlich wagniskapitalfähig und für Private Equity zu klein. Daher ist ein weiterer USP unserer Plattform das Adressieren unterschiedlicher Unternehmensbedürfnisse. Dritter USP ist Transparenz. Es ist uns wichtig, dass Investoren nicht nur Auswahl zwischen unterschiedlichen Renditeprofilen haben, sondern auch relativ unaufwendig verstehen können, worauf sie sich einlassen. Hier sind wir um eine einfache und nachvollziehbare Beschreibung des Unternehmens bemüht, um für Vergleichbarkeit zwischen den Kampagnen zu sorgen. Abschließend ist ein USP, dass wir uns Crowdintelligence-Werkzeuge zunutze machen. Es gibt FunderNation und FunderWorld. Ersteres ist die Fundraising-Plattform, FunderWorld ist eine Feedback-Plattform. Diese ist insbesondere für Unternehmen in der Start-up-Kategorie nützlich, während sie ihre Kampagnen vorbereiten. Sie können online mit Investoren in Kontakt treten und Feedback einholen.



Uli Fricke

ist CEO von FunderNation und darüber hinaus Mitgründerin und CEO der Triangle Venture Capital Group. Von 2010–2011 war sie Vorsitzende der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) und wurde 2010 von Real Deals zur einflussreichsten Person im Private Equity-Sektor gekürt.

VC Magazin: Bei den meisten Mittelständlern ist der erste Ansprechpartner noch immer die Hausbank. Wie schwierig ist es aus Ihrer Sicht, die etablierten Unternehmen für neue Finanzierungsformen zu begeistern?

Fricke: Bei kleineren Mittelstandsunternehmen gibt es oft zwei Hürden: Manche haben wenig Erfahrung in der Online-Welt und Social Media, daher können sie sich eine Online-Kampagne schwer vorstellen. Hier ist viel Erklärungsbedarf und Unterstützung notwendig. Die zweite Hürde stellt die Frage dar, was die mit dem Finanzierungsbedarf kreierte Öffentlichkeit dem Kunden oder Wettbewerber aussagt. Die Tatsache, dass auch Unternehmen, denen es gut geht, Finanzierungsbedarf haben, ist in der deutschen Mentalität noch nicht sonderlich etabliert.

VC Magazin: Welche Abstriche muss ein Crowdinvestor gegenüber einem klassischen Business Angel oder Venture Capitalisten bei den Punkten Transparenz und Due Diligence machen?

Fricke: Das muss keiner der Investoren. Es wird ein standardisierter Businessplan mit einem Ziel- und Basisszenario an Finanzplanung veröffentlicht. Die Plattform screent bezüglich rechtlicher Inhalte. Alle Themen, die wir als Investoren sehen wollen, müssen im Businessplan enthalten sein. Überdies hat jeder interessierte Investor die Möglichkeit, das Unternehmen telefonisch, schriftlich oder persönlich zu kontaktieren, um Fragen zu klären. Das Unternehmen bietet im Rahmen der Kampagne Veranstaltungen und Webinare an, um alles zu klären. Manche Investoren nehmen das nicht wahr. Aber eine bewusste Informationseinschränkung oder ein Akzeptieren, dass man weniger Informationen hat oder auch nicht alle bekommt, gibt es nicht.

VC Magazin: Wie differenziert nehmen die Anleger Crowdfunding wahr? Wie trennscharf ist die Wahrnehmung zu Vorfällen wie beispielsweise der Pleite von Prokon?

Fricke: Es gibt nicht den einen Investorentyp, sondern lauter Individuen. Manche investieren 100 EUR in alle Unternehmen der Plattform und denken nicht weiter darüber nach. Wenn es auf 500 EUR pro Monat nicht ankommt, ist das auch gar keine schlechte Strategie. Manche beteiligen sich mit 10.000 bis 40.000 EUR und sind dabei so gründlich wie ein Business Angel. Sie besuchen das Unternehmen persönlich, telefonieren mit dem Geschäftsführer und haben viele Fragen, bevor sie sich zur Investition entscheiden. Der Fall Prokon war relevant, da er die Vertrauensbasis erschütterte. Investieren macht aber nur mit einem Mindestmaß an Vertrauen Sinn. Eine der wichtigsten Fragen für jedes kapitalsuchende Unternehmen ist also, wie man Vertrauen aufbauen kann.

VC Magazin: Kann die Regulierung in der jetzt angedachten Form zu einem zusätzlichen Vertrauensgewinn noch beitragen?

Fricke: Regulierung kann in der Wahrnehmung der Deutschen immer zu Vertrauen beitragen. Natürlich ist nach den Erlebnissen von 2008 auch verständlich, dass man möchte, dass Finanzmarktteilnehmer reguliert werden. Als die AIFMD in Brüssel und Berlin verhandelt wurde, war ich als EVCA-Vorsitzende an vorderster Front dabei. In der Entwicklung der Gesetzesvorlage werden viele Themen in einen Topf geworfen, denen es nicht guttut, gleich behandelt zu werden. Genauso wie Venture Capital in der AIFMD nichts zu suchen hat. Venture Capital-Fonds und Hedgefonds sind weit voneinander entfernt. Ähnlich ist es mit dem Kleinanlegerschutzgesetz. Es werden Dinge geregelt, die aus der Erfahrung Prokon richtig sind, in ihrer Anwendung bei Crowdfunding aber wenig Sinn machen. Wenn man ein Instrument im Rahmen der Kleinanlegerschutzregelung platziert hat, darf man die nächste Finanzierung erst wieder aufnehmen, wenn das

Instrument zurückbezahlt ist. Für ein Wagniskapital- oder ähnlich finanziertes Unternehmen macht dies keinen Sinn. Wir finanzieren schließlich in unterschiedlichen Finanzierungsrunden. Die erste Runde ist nichts mehr wert, wenn man die zweite nicht platzieren kann. Dann gibt es das Unternehmen bald nicht mehr. Das sind Teilaspekte, die der Politik im Moment nicht bekannt sind oder nicht wichtig genug, um sie ernst zu nehmen. Deswegen hat das Kleinanlegerschutzgesetz ein paar Facetten, die im Fall, dass sie durchgesetzt werden, unglaublich kontraproduktiv für Unternehmen wären, die Crowdfunding als Finanzquelle nutzen wollen.

VC Magazin: Ab welchem investierten Volumen lässt sich Crowdfunding Ihrer Meinung nach als Kapitalanlage betrachten?

Fricke: Daniel Kahneman hätte seinen Nobelpreis wohl nicht bekommen, wenn die menschlichen Entscheidungen nicht eher emotional als rational gefällt würden. Wir glauben immer, dass unser rationales Gehirn stärker ist, eigentlich ist es aber nicht so. Daher ist jede Anlageentscheidung immer auch mit einem gewissen Level an Emotion behaftet. Bei Crowdfunding ist das natürlich auch so. Weil man in den Dialog treten kann, also näher an die Unternehmen herankommt als bei Aktien, kann die emotionale Entscheidung berücksichtigt werden. Am letzten Ende sollte es aber immer auch eine Investmententscheidung sein und sollten Renditechancen berücksichtigt werden.

VC Magazin: Ist Crowdfunding auch für eine Folgefinanzierung geeignet oder doch eher für frühere Phasen?

Fricke: Wir arbeiten mit einigen Unternehmen zusammen, die eine Venture Capital-Finanzierungsrunde gemeinsam mit Crowdfunding planen. Das steht sich überhaupt nicht im Weg. Im Gegenteil: Für die Venture Capitalisten ist es gut, da ihr Anteil nicht zu sehr verwässert. Die Crowdfunder haben überdies keine Ambitionen, sich an der Beiratsitzung zu beteiligen. Wenn man den Vertrag ordentlich verfasst, gibt es hier keine Probleme. Wir sehen anhand des eigenen Portfolios, dass Crowdfunding eine ernsthafte Alternative für Co-Finanzierung oder Finanzierungsrunden ist. ■■■■

VC Magazin: Frau Fricke, vielen Dank für das Gespräch.

benjamin.heimlich@vc-magazin.de

Das vollständige Interview finden Sie unter www.vc-magazin.de



Annäherung bei den Investmentansätzen

Wie sich Crowd- und Venture Capital-Investoren treffen

Crowd: Begriff und Ansatz werden in unserer Branche sehr differenziert diskutiert. Das reicht von einer vollständigen Ablehnung bis hin zu euphorischen Diskussionen. Blenden wir die Ignoranten einmal aus. Ein hohes Interesse an diesen „neumodischen“ Investmentansätzen ist zu spüren: bei Investoren jeglicher Couleur, professionellen Business Angels, aber insbesondere auch bei den Start-ups verbindet man doch mit der Crowd endlich den lang ersehnten Investor für das eigene Projekt. Vieles gut gemeint, aber noch schlecht gemacht, und auch schon die eine oder andere dicke Enttäuschung, beispielsweise eine Insolvenz kurz nach Abschluss einer Crowd-Kampagne, zeigt mir, dass auch das Produkt Crowd dem typischen Zyklus innovativer Technologien unterliegt: Steiler Anstieg, starke Ernüchterung und erst dann solides Wachstum.

Betrachten wir die eigenen 15 Jahre Investorfahrung und die strukturellen Veränderungen am Wagniskapitalmarkt der letzten Jahre, müssen wir institutionelle Investoren uns unbedingt auch neuen Marktentwicklungen öffnen und seien sie noch so unreif. Es gilt, finanzierte Reichweiten gerade in der Frühphase zu erreichen, damit wir neudeutsch „den PoC oder die Traction“ zeigen können. Und ganz ehrlich, dazu ist mir jedes Mittel recht. Oftmals reduziert sich die aktuelle Crowd-Diskussion auf das Thema Verträge: Das ist auch wichtig, aber nur ein Aspekt einer ganzheitlichen Betrachtung des Themas.

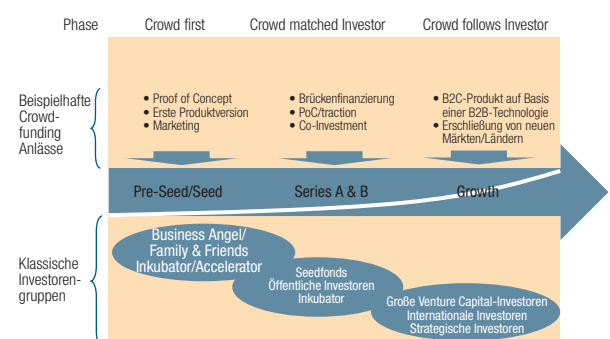
Sich verändernder Zielsystemmix

Will ich das Thema Crowd Financing und klassische Investoren übereinanderbringen, sind als Erstes die Zielsysteme zu vergleichen. Gefühlt unterscheiden wir uns da schon: Ein klassischer Investor verfolgt klar Rendite und Frühphase, heißt: Renditen über alles von 20%/pa sind bei unserem Chancen-Risiko-Profil mindestens erforderlich. Wir investieren in das „Produkt Unternehmen“. Gerade für die wirklichen Frühphaseninvestoren ist das über die Jahre zunehmend herausfordernd. Wir erleben, dass viele unserer Fondsinvestoren noch weitere Zielsysteme verfolgen: Innovationen für das eigene Unternehmen zu identifizieren, Ausgründungen aus Instituten zu motivieren oder etwas für eine bestimmte Region zu tun. Und mit diesem sich verändernden Zielsystemmix nähern wir uns auch der Crowd Motivation und damit auch gemeinsamen Zielsystemen. Rendite: Klar, aber die Crowd verbindet mit dem Investment auch noch mehr, die Crowd findet das Produkt spannend, will es selbst haben, will etwas für die Community tun. Alles etwas persönlicher. Crowd ist dem Business Angel näher – der klassische Investor befindet sich am anderen Ende des Markts. Neben sich vielleicht perspektivisch annähernden Zielsystemen gibt es zwischen den beiden Investmentansätzen heute noch viele Unterschiede.

Mehrere Phasen

Wie können sich jetzt die Strategien und Ansätze der Crowd und Investoren nähern? Finanzierungsschritte eines klassischen Start-ups helfen, drei unterschiedliche Phasen zu unterscheiden:

Phasen bei Crowd-Investments



Quelle: EnjoyVenture Management

Crowd first

In den wirklich frühen Unternehmensphasen wie Pre-Seed oder Seed investiert in aller Regel die „Crowd first“, vor allen institutionellen Investoren. Manchmal ist vielleicht schon ein Business Angel oder gelegentlich ein Inkubator beteiligt. Gerade für diese Investorenarten und bei einer Vielzahl von geeigneten Geschäftsmodellen ist eine erste Finanzierung über die Crowd sinnvoll. Crowd vor Investor bedeutet, Investmentprojekte werden „investorenreif“ gemacht. Daran haben wir ein großes Interesse, das bedeutet mehr Dealflow, mehr Proof des Geschäftsmodells.

Crowd follows Investor

Schaut man sich spätere Unternehmensphasen an, also die klassischen Wachstumsfinanzierungen, vielleicht verbunden mit einer Internationalisierung oder der Adressierung

neuer Marktsegmente, gibt es auch in dieser Phase Anlässe einer perspektivischen Crowd-Finanzierung. Wenn bereits Investoren im Boot sitzen und auch die ersten Hochrisikophasen eines Start-ups gemeistert wurden, profitiert davon sicherlich auch die Crowd. Kampagnen werden größer und die Phase „Crowd follows Investor“ bietet vielleicht noch attraktive Einstiegsbewertungen.

Crowd matched Investor

Die Kür einer Investmentstrategie wäre sicherlich die gemeinsame Finanzierung von klassischen Investoren in einem Schritt „Crowd matched Investor“. Das passt gut in der typischen A-/B-Runde. Pari passu quasi ein KfW ERP-Startfonds-Modell, diesmal nur mit der Crowd. Für die meisten Crowd-Plattformen in dieser Konsequenz sicherlich noch nicht aktuell. Mit einem solchen gemeinsamen Investmentansatz hätte sich das Crowd-Thema dann vollständig professionalisiert und am Markt etabliert.

Fazit

Gerade diese zunehmende Vernetzung von Investoren und Plattformen bis hin zu gemeinsamen Finanzierungen würde

den Crowd-Plattformen helfen, höherwertige Projekte, bessere Qualitätssicherung oder professionellere Entwicklung der Investments sicherzustellen. Langjährig aktive institutionelle Investoren prüfen, hinterfragen und entwickeln Projekte ein ganzes Stück anders, so kann eine interessante Kombination entstehen: Zusätzliches Kapital für unsere Projekte und auf der anderen Seite professionelle Begleitung und Entwicklung. Und darin werden sich die langfristig erfolgreichen Crowd-Plattformen differenzieren.

Dr. Peter Wolff

ist Geschäftsführer der EnjoyVenture Management GmbH. Die Gesellschaft mit Sitz in Düsseldorf hat Büros in Hannover und Gelsenkirchen. Die Schwerpunkte von Wolff liegen vor allem in den Bereichen IT, Telekommunikation sowie den produktionsorientierten Anwendungen. Außerdem führt er ein Online-Tagebuch unter www.investing-with-the-crowd.de, in dem er seine Erfahrungen mit Crowd-Investments dokumentiert.



ANZEIGE



Wirtschaftsprüfung
Steuerberatung
Rechtsberatung
Corporate Finance &
Consulting

www.rbs-partner.de

IHR PRÜFER UND BERATER FÜR START-UP-UNTERNEHMEN

RBS RoeverBroennerSusat gehört zu den führenden unabhängigen mittelständischen Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaften Deutschlands.

Wir begleiten Start-ups bei der Unternehmensgründung und der Rechtsformwahl. Unsere Betreuung umfasst die steuerliche Erfassung der neuen Gesellschaft, die Gehalts- und Finanzbuchhaltung, das Investorenreporting, die Jahresabschlussstellung und die laufende steuerliche Beratung. Wir stehen auch als Ansprechpartner für Spezialfragen, wie z. B. die Konzeption von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen oder die Unternehmensfinanzierung durch Crowdfunding, zur Verfügung.

Wir bieten unseren Mandanten mit 51 Partnern und 730 Mitarbeitern an zehn Standorten auch weltweite Prüfungs- und Beratungsdienstleistungen über unser internationales Netzwerk Moore Stephens.

Berlin | Hamburg | Frankfurt am Main | Köln | Leipzig
München | Nürnberg | Dresden | Potsdam | Greifswald

Ansprechpartner

WP/StB Rainer Weichhaus
T +49 30 208 88-1900
E r.weichhaus@rbs-partner.de

RA/FaStR Konstantin A. Maretis
T +49 30 208 88-1910
E k.maretis@rbs-partner.de

An independent member firm of

MOORE STEPHENS

Regulierung auf dem Prüfstand

Die Auswirkungen des Kleinanlegerschutzgesetzes auf das Crowdfunding

Mit dem aktuellen Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes (Stand 10.11.2014) hat der Gesetzgeber die gesamte deutsche Crowdfunding-Branche aufgeschreckt. Der Gesetzesentwurf sieht im Wesentlichen Änderungen des Vermögensanlagegesetzes (VermAnlG – alle §§ ohne weitere Angabe sind solche des VermAnlG), des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) sowie der Gewerbeordnung (GewO) vor.

Im Regelungsfokus des Entwurfs stehen die sogenannten Crowdfunding-Plattformen und die dort vertriebenen Anlagen. Es sollen die letzten Regelungslücken für Umgebungsstrukturen geschlossen werden, indem erstmalig auch partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen sowie sämtliche wirtschaftlich vergleichbare Vermögensanlagen in den regulierten Bereich einbezogen werden. Anlagen dieser Art sollen zukünftig entweder der Aufsicht nach dem Kreditwesengesetz (KWG) oder der Prospektpflicht nach dem VermAnlG unterfallen.

Vermögensanlagen im Sinne des § 1 (2) n.F.

§ 1 (2) n.F. erfasst nunmehr auch partiarische Darlehen (Nr. 3), Nachrangdarlehen (Nr. 4) sowie sonstige Anlagen, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln (Nr. 7). Der weit gefasste Anwendungsbereich dieser Vorschrift erlaubt es nunmehr, sowohl Kreditforderungen als auch z.B. Direktinvestments in Sachgüter zu erfassen.

Neue Erlaubnispflichten für Crowdfunding-Plattformen

Internetplattformen, die Vermögensanlagen nach dem VermAnlG vertreiben wollen, benötigen zukünftig entweder eine Erlaubnis nach dem KWG oder nach der GewO. Grundsätzlich fallen dann auch die neuen Vermögensanlagen in den Definitionsbereich von „Finanzinstrumenten“ nach dem KWG – Gleiches gilt für den Definitionsbereich von „Finanzinstrumenten“ nach dem WpHG. Für solche Plattformen, die beim Vertrieb von Vermögensanlagen zwischen einem Kunden und einem Anbieter bzw. Emittenten nach dem VermAnlG vermittelnd oder beratend tätig werden, statuiert das KWG jedoch eine Bereichsausnahme: Solche Plattformen gelten nicht als Finanzdienstleistungsinstitute im Sinne des KWG und werden stattdessen von der GewO

reguliert. In beiden Fällen müssen zukünftig die Angemessenheit der Anlage für den Anleger sowie weitere Aspekte geprüft werden.

Neue Informations- und Transparenzpflichten

Anbieter neu regulierter Vermögensanlagen müssen gem. § 6 einen Verkaufsprospekt und vor Beginn des öffentlichen Angebots ein Informationsblatt gem. § 13 (VIB) erstellen. Aus den §§ 24 ff. ergeben sich Pflichten zur Erstellung und Bekanntmachung von Jahresabschlüssen und Lageberichten. Darüber hinaus sind Emittenten einer Vermögensanlage nach Beendigung des öffentlichen Angebots verpflichtet, jede Tatsache, die sich auf sie oder die emittierten Anlagen unmittelbar bezieht, unverzüglich zu veröffentlichen, wenn sie geeignet ist, die Pflichterfüllung (z.B. Rückzahlung) gegenüber dem Anleger erheblich zu beeinträchtigen. Die Laufzeit von Vermögensanlagen wird auf mindestens 24 Monate ab dem Zeitpunkt des erstmaligen Erwerbs festgelegt. Eine ordentliche Kündigung ist nur mit einer Frist von mindestens zwölf Monaten möglich.

Ausnahmen für „Schwarmfinanzierungen“

Die Vermögensanlagen im Sinne von § 1 (2) Nr. 3, 4 und 7 n.F., die über Internet-Dienstleistungsplattformen vertrieben werden (Schwarmfinanzierung), sollen zukünftig jedoch von bestimmten Anforderungen (insbesondere: Befreiung von Prospektpflicht und entsprechenden Folgepflichten, Befreiung von der Pflicht, einen Lagebericht aufzustellen und ihren Jahresabschluss von einem Abschlussprüfer prüfen zu lassen) des VermAnlG ausgenommen werden, wenn der Verkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten 1 Mio. EUR nicht übersteigt. Diese Schwelle wird von der Branche als zu niedrig angesehen und ein Anheben auf bis zu 5 Mio. EUR gefordert. Der Anbieter muss hierbei dem Anleger kein VIB zur Verfügung stellen, wenn der Gesamtbetrag der vom Anleger

zu erwerbenden Anlagen desselben Emittenten nicht höher als 250 EUR ist. Die Ausnahmeregelung gilt damit zwar für partiarische Darlehen, nicht aber für Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren. Diese Ungleichbehandlung dürfte insbesondere aufgrund der – oftmals komplizierten – Abgrenzung eines partiarischen Darlehens zur stillen Gesellschaft Schwierigkeiten bereiten und sollte im weiteren Gesetzgebungsverfahren behoben werden. Die Ausnahmen gelten jedoch nur, wenn die Plattform ausschließlich beratend oder vermittelnd tätig wird und darüber hinaus verpflichtet ist zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der erworbenen Anlagen entweder 1.000 EUR, 10.000 EUR (sofern der Anleger frei über ein Vermögen von mindestens 100.000 EUR verfügt) oder den zweifachen Betrag des monatlichen Nettoeinkommens (maximal aber 10.000 EUR) nicht übersteigt.

Neuregelung in Bezug auf Werbung

Auch bei Werbemaßnahmen müssen die Beteiligten zukünftig einige Regeln beachten. Während Werbung in der Presse uneingeschränkt zulässig ist, muss sich die Vermarktung von Crowdfunding-Projekten bzw. Vermögensanlagen in den elektronischen Medien auf solche beschränken, die zumindest hin und wieder schwerpunktmäßig wirtschaftliche Sachverhalte darstellen. Die Werbung darf in diesen Fällen nur im Zusammenhang mit solchen Darstellungen platziert werden und muss weitere (Risiko-)Hinweise und inhaltliche Vorgaben einhalten.

Regulierung der Crowdlending-Plattformen

Auch die sogenannten Crowdlending-Plattformen sind von den Änderungen betroffen. Derartige Plattformen vermitteln über ihr Internetportal Kredite an Privatpersonen (P2P) oder Unternehmen (P2B) an eine unbestimmte Zahl von Anlegern. Zur Abwicklung wird eine kreditgebende Bank eingeschaltet, die ihren Rückzahlungsanspruch entweder direkt oder indirekt (über eine von der Plattform implementierte Zweckgesellschaft) an die Anleger verkauft. Zwar soll die rein vermittelnde Tätigkeit einer solchen Plattform vom Anwendungsbereich ausgenommen werden, allerdings wird der Verkauf von Kreditforderungen von dem neuen Tatbestand erfasst. Danach wären die nicht regulierten Zweckgesellschaften, die zum Teil zwischen die kreditgebende Bank und den Anleger geschaltet werden, zukünftig prospektpflichtig.

Fazit

Der geplanten Regulierung des Crowdinvestings in Deutschland ist vor dem Hintergrund des gebotenen Anlegerschutzes und des Risikoprofils der Beteiligung in Start-up-Unternehmen zuzustimmen. Hauptkritikpunkt der Branche stellt die Beschränkung der Befreiung von der Prospektspflicht auf 1 Mio. EUR dar. Der tatsächlich entstehende Verwaltungsaufwand für die neu regulierten Crowdfunding-Plattformen ist derzeit noch nicht abzuschätzen. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die in der Zukunft erfolgende Regulierung – trotz teilweise anderslautender Beteuerungen – auf europäischer Ebene deutlich über den derzeitigen Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes hinausgehen wird.



Foto: © The iStock/ISTOCK/ARTIC

Robert Michels

ist Partner im Frankfurter Büro von Dentons. Er ist auf Kapitalmarkt-, Banken- und Wertpapierrecht spezialisiert und berät derzeit mehrere Crowdfunding-Plattformen und Fintech-Unternehmen.



Peter Mayer

ist Partner im Berliner Büro von Dentons. Er ist auf Venture Capital und Private Equity spezialisiert und berät Start-up-Unternehmen.



Crowdfunding in Deutschland – Frühphasenfinanzierung mit Zukunft?

Beteiligungsmodelle und ihre Eigenheiten

Crowdfunding ist in aller Munde. Anbieter wie Seedmatch, Companisto oder Innvestment machen in Deutschland öffentlichkeitswirksam auf sich aufmerksam und bieten der Crowd die noch immer junge Möglichkeit, sich über eine Internet-basierte Plattform auch mit kleineren Beträgen unternehmerisch an Start-ups zu beteiligen. Die Betreiber dieser Plattformen fungieren als Vermittler von Finanzierungen (z.B. Seedmatch oder Companisto) oder als Kapitalsammelstellen (z.B. Innvestment). Die Anbieter konzentrieren sich auf die Frühphase der Unternehmensentwicklung. So soll Crowdfunding dazu beitragen, die nach wie vor im deutschen Venture Capital-Markt bestehende Lücke in der Early Stage-Finanzierung schließen zu helfen. Sowohl der tatsächliche Umfang der über Crowdfunding bisher realisierten Finanzierungsrunden als auch die noch immer bestehenden rechtlichen Graubereiche sowie einige strukturelle Schwächen der Modelle lassen Marktbeobachter an der Zukunftsfähigkeit dieser Finanzierungsalternative zweifeln. Die anstehende Regulierung durch das sogenannte Kleinanlegerschutzgesetz bietet Anlass, eine Bestandsaufnahme zum Crowdfunding in Deutschland vorzunehmen.

Die Süddeutsche Zeitung berichtete am 14.02.2015 unter Berufung auf eine Studie von Prof. Lars Klöhn von der LMU München, dass von 2011 bis zum 2. Quartal 2014 gerade einmal insgesamt 35 Mio. EUR im Crowdfunding-Markt in Deutschland investiert wurden, mithin weniger als 10 Mio. EUR pro Jahr. Optimistischere Beobachter gehen von 15 bis 20 Mio. EUR Crowdfunding-Investitionen pro Jahr aus. Die Crowdfunding-Plattform Seedmatch gibt auf ihrer Website an, bislang einen Gesamtbetrag von etwa 22,3 Mio. EUR zur Finanzierung von 76 Projekten vermittelt zu haben; das ergibt einen Investmentbetrag pro Projekt von unter 300.000 EUR. Solche Zahlen sind für den Venture Capital-Markt in Deutschland erfreulich, aber nicht beruhigend. Crowdfunding stellt damit bislang keinen wesentlichen Baustein der Frühphasenfinanzierung in Deutschland dar.

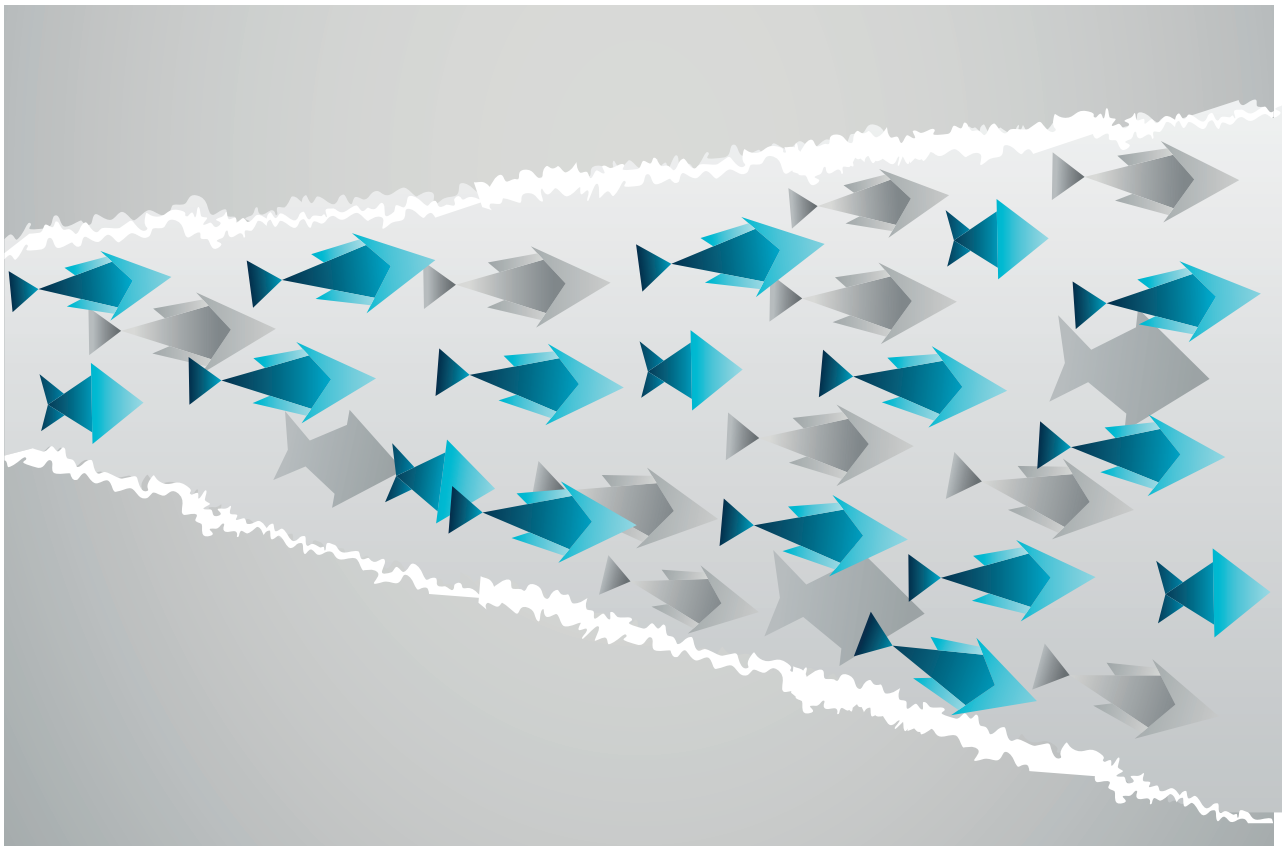
Erhebliche juristische Graubereiche

Die aktuell am weitesten verbreiteten Crowdfunding-Modelle sehen entweder die Vermittlung von partiarischen Nachrangdarlehen (z.B. Seedmatch, Companisto), von stillen Beteiligungen oder nachrangigen Genussrechten an einer vom Plattform-Betreiber errichteten Tochtergesellschaft vor, die sich dann ihrerseits an dem jeweiligen Start-up beteiligt (z.B. Innvestment). Aus juristischer Sicht stellen sich bei diesen Modellen insbesondere aufsichtsrechtliche Fragen. Dies liegt daran, dass die von den Plattform-Betreibern angebotenen Modelle im Detail so ausgestaltet sind, dass weder nach dem Kreditwesengesetz (KWG) erlaubnispflichtige Bankgeschäfte noch nach dem Zahlungsdienstaufsichtsgesetz (ZAG) regulierte Zahlungsdienste erbracht

werden, noch ein vom Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) erfasstes Investmentvermögen geschaffen oder eine von der Prospektspflicht nach dem Vermögensanlagegesetz (VermAnlG) umfasste Unternehmensbeteiligung angeboten werden soll. Die Crowdfunding-Plattformen versuchen damit, eine der letzten nicht aufsichtsrechtlich regulierten Nischen des Finanzierungsmarktes zu besetzen.

Tatsächlich nicht regulierte Produkte?

Allerdings wird in der Fachliteratur kontrovers diskutiert, ob es sich bei den von Crowdfunding-Plattformen angebotenen, partiarischen Nachrangdarlehen tatsächlich, wie derzeit von den Betreibern angenommen und von der BaFin bislang in laufender Verwaltungspraxis gestützt, um nicht regulierte Produkte handelt. So spricht einiges dafür, bei den üblichen partiarischen Nachrangdarlehen statt eines auf ein reines Austauschverhältnis gerichteten Rechtsverhältnisses eine auf die Verfolgung eines gemeinsamen Zwecks gerichtete Unternehmensbeteiligung anzunehmen, deren öffentliches Angebot grundsätzlich die Prospektpflichten des VermAnlG nach sich zieht. Denn diese partiarischen Nachrangdarlehen sehen vor, dass der Darlehensgeber im Wesentlichen in Abhängigkeit von der künftigen Wertentwicklung des Start-ups und damit dessen unternehmerischem Erfolg vergütet wird. Die Darlehensverträge sind darüber hinaus auch was Nachrangigkeit, Laufzeit und Informationsrechte der Darlehensgeber angeht stark atypisch stillen Beteiligungen oder Genussrechtsbeteiligungen angeglichen, für die allerdings unstreitig grundsätzlich die Prospektpflicht nach dem VermAnlG gilt. Nur solange die Bagatellgrenzen nach dem VermAnlG eingehalten werden,



die etwa bei Emissionen von weniger als 100.000 EUR innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten greifen, besteht unstrittig keine Prospektpflicht. Solche Investitionsbeträge sind aber sicherlich nicht geeignet, die oben angesprochene, strukturelle Finanzierungslücke in der Early Stage-Phase zu schließen.

Stoßrichtung des Kleinanlegerschutzgesetzes

Nicht zuletzt unter dem Eindruck der Pleite des Windparkbetreibers Prokon, der sich maßgeblich prospektfrei über Genussrechte finanziert hat, ist der Gesetzgeber derzeit bemüht, den Anlegerschutz durch mehr Transparenz auch in den letzten bisher noch unregulierten Bereichen zu stärken. Dies soll, wie auch schon bei der Einführung des KAGB, vor allem durch Ausweitung der Anwendbarkeit der Prospekt-

pflicht erreicht werden. Der Regierungsentwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes vom 12.11.2014 sieht daher vor, dass künftig explizit auch partiarische Nachrangdarlehen und wirtschaftlich gleichwertige Vermögensanlagen grundsätzlich nur mit einem Verkaufsprospekt angeboten werden dürfen. Produktspezifische Ausnahmen gelten unter anderem dann, wenn das Angebot maximal 1 Mio. EUR umfasst und die Beteiligungshöhe je Anleger bei maximal 10.000 EUR gedeckelt ist. Vor allem diese Ausnahmetatbestände, die sich allerdings explizit nur auf die partiarischen Nachrangdarlehen beziehen, wurden in der Sitzung des Bundesrats am 06.02.2015 kritisch bewertet. Der Bundesrat empfiehlt unter anderem, diese Schwellen weiter anzuheben und zudem Erleichterungen für professionelle Anleger zuzulassen. ▶



Foto: © Thinkstock/istock/ARTQU

Anforderungen des Marktes

Unabhängig von der anstehenden Regulierung durch das Kleinanlegerschutzgesetz werden Crowdfunding-Plattformen Antworten auf Bedürfnisse des Marktes finden bzw. noch stärker kommunizieren müssen. Gründer stellen immer wieder die Frage, wie ihr Produkt davor geschützt wird, durch Wettbewerber über die Crowd „ausgespäht“ zu werden. Investoren werfen insbesondere die Frage auf, wie ein crowdfinanziertes Unternehmen handlungsfähig bleibt. Der Gefahr, Wissen an Wettbewerber zu verlieren, kann durch eine ausgewogene Ausgestaltung von Informationsrechten der Crowd-Investoren begegnet werden. Schwieriger ist die Frage zu beantworten, wie ein crowdfinanziertes Unternehmen finanzierungsfähig bleibt. Voraussetzung ist, dass die Crowd sinnvoll und effektiv gepoolt wird. Innovestment erreicht dies durch die Zwischenschaltung eines „Special Purpose Vehicle“, Companisto durch Abschluss einer speziellen Poolingvereinbarung. Diese sinnvollen Maßnahmen werfen indes die Frage auf, ob dadurch ein Erlaubnispflichten auslösendes Investmentvermögen im Sinne des KAGB vorliegt, bei dem für gemeinsame Anlage Kapital eingesammelt wird. Auf diese Frage ist nach unserer Wahrnehmung bisher noch keine verlässliche Antwort gefunden.

Fazit

Crowdfunding steckt in Deutschland noch in den Kinderschuhen und wird bislang nur in recht überschaubarem Umfang mit begrenzter wirtschaftlicher Bedeutung realisiert. Die bevorstehende Regulierung durch das Kleinanlegerschutzgesetz dürfte bei einer relevanten Erhöhung der Bagatellgrenzen den Spielraum für Crowdfunding im Wege der Vermittlung partiarischer Nachrangdarlehen erheblich erweitern. Denn solange keine Prospektspflicht und auch aus sonstigen Gründen keine Erlaubnispflicht besteht, sollte Crowdfunding durchaus das Potenzial haben, mit einer konkurrenzfähigen Kostenstruktur Early Stage-Finanzierungen in nennenswertem Umfang zu realisieren. ■

Dr. Bernhard Noreisch, LL.M. (i.)

ist Rechtsanwalt und Partner der Lutz Abel Rechtsanwalts GmbH in München.



Dr. Lorenz Jellinghaus

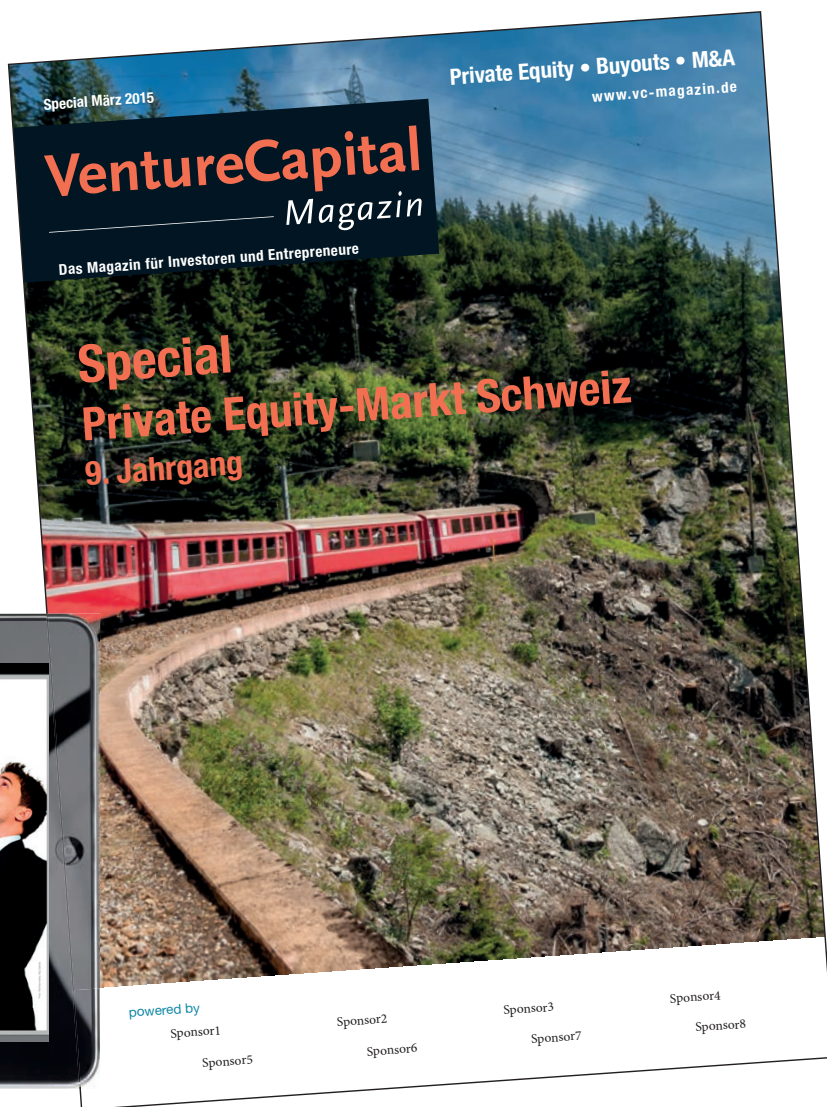
ist Rechtsanwalt und Partner am Hamburger Standort. Beide sind spezialisiert auf Venture Capital und beraten Mandanten im Handels- und Gesellschaftsrecht.

Vorankündigung

Special-Section

„Private Equity Markt Schweiz“ (9. Jg.)

Gedruckt + als E-Paper
Tablet-Version:
Erweitert um multimediale Inhalte
und Funktionen



Weitere Informationen unter www.vc-magazin.de/service/mediadaten

Termine

Erscheinungstermin: 27. März 2015
Anzeigenschluss: 16. März 2015
Druckunterlagenchluss: 20. März 2015

Ansprechpartner Anzeigen

Claudia Kerszt
Tel. 089-2000 339-52
kerszt@goingpublic.de

Welche Beteiligungsmodelle gibt es und wie werden sie rechtlich behandelt?

Crowdinvesting nicht gleich Crowdinvesting

Derzeit reicht das Spektrum für Crowdinvesting-Beteiligungen von klassischen Eigenkapitalbeteiligungen wie Aktien über mezzanine Instrumente wie stille Beteiligungen, Genussrechte und partiarische Nachrangdarlehen bis zu reinen Fremdkapital-Instrumenten in Form von „Peer to Peer Lending“. Die jeweilige Ausgestaltung und Regulierung unterscheidet sich erheblich und birgt jeweils unterschiedliche Chancen oder Risiken – sowohl für die Unternehmen als auch für die Investoren.

Überblick – verschiedene Modelle

Aktien

Eine Investitionsmöglichkeit ist die direkte Beteiligung an der Gesellschaft durch Aktien, bei der der Anleger am Gewinn, Verlust und Vermögen der Gesellschaft beteiligt wird. Aufgrund seiner Aktionärserschaft stehen dem Investor unabdingbare Aktionärsrechte (z.B. Stimm-, Teilnahme- und Rede-rechte in Hauptversammlungen) zu. Dieses kann – insbesondere bei Folgefinanzierungen des Unternehmens z.B. mit Venture Capital-Fonds oder Business Angels – problematisch sein.

Vermögensanlagen

Im Bereich der Vermögensanlagen kommen für Crowdinvesting primär (atypische) stille Beteiligungen oder Genussrechte infrage. Auch direkte KG-Beteiligungen wären möglich; sind aber in diesem Bereich eher selten. Sowohl stille Beteiligungen als auch Genussrechte können flexibel – eher als Fremd- oder als Eigenkapital – ausgestaltet sein. Es besteht eine weitestgehend flexible Einräumung von Informations- und Mitwirkungsrechten für die Investoren. Aus Sicht der Investoren sind sicherlich weitreichende Informations- und Mitwirkungsrechte wünschenswert. Um den Aufwand (und damit die Kosten) für das Unternehmen im Rahmen zu halten, sollten diese sich aber bevorzugt auf regelmäßige (standardisierte) Informationen beschränken. Um zukünftige Investoren nicht abzuschrecken, sollte zudem ein „Pooling“ der Investoren erfolgen, damit hier bei Folgefinanzierungen, Exit-Möglichkeiten etc. ein zentraler Ansprechpartner existiert. Je nach Struktur ist ein qualifizierter Nachrang erforderlich, um zu vermeiden, dass der Emittent „Einlagengeschäft“ betreibt.

Partiarische Nachrangdarlehen

Stets als Fremdkapital ausgestaltet sind partiarische Nachrangdarlehen. Die Investoren erhalten in der Regel eine erfolgsabhängige (laufende) Verzinsung und eine Bonusverzinsung bei Beendigung des Darlehensvertrages und in Exit-Fällen. Gesellschafterrechte stehen ihnen nicht zu. Dennoch sind die Grenzen zur stillen Beteiligung/zum Genussrecht fließend. Auch hier sollte ein Pooling der Crowd vorgesehen sein, damit das Unternehmen für weitere Investoren

interessant bleibt. Zur Vermeidung des „Einlagengeschäfts“ ist hier stets ein qualifizierter Nachrang erforderlich.

Peer to Peer Lending

Bei Peer to Peer Lending handelt es sich um die Vergabe von fest verzinsten Krediten „von privat an privat“, vermittelt über eine Internetplattform und – aufgrund regulatorischer Vorgaben – stets unter Einbindung einer Bank.

Regulatorische Behandlung

Aktien

Sofern es sich bei dem die Aktien emittierenden Unternehmen um ein operativ tätiges Unternehmen handelt, unterfällt es nicht der Fondsregulierung nach dem Kapitalanlage-gesetzbuch (KAGB). Dieses dürfte bei Start-up-Unternehmen oder anderen mittelständischen Unternehmern, die Crowdinvesting als Finanzierungsform nutzen wollen, in der Regel der Fall sein. Gleichwohl besteht aber eine Prospektspflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG), da es sich bei Aktien um Wertpapiere handelt. Die Pflicht zur Erstellung eines Wertpapierprospektes entfällt nach dem WpPG nur, sofern sich das Angebot an weniger als 150 Anleger richtet, einer Mindestanlage pro Investor von 100.000 EUR oder einem jährlichen Maximalbetrag von 100.000 EUR. Die Crowdfunding-Plattform bedarf für den Vertrieb der Aktien einer Erlaubnis als Finanzdienstleistungsinstitut.

Vermögensanlagen

Sofern es sich um eine Eigenkapitalbeteiligung (mit Verlustbeteiligung) handelt, ist grundsätzlich auch die Fondsregulierung nach dem KAGB anwendbar. Diese entfällt – wie gesagt –, wenn es sich um ein operativ tätiges Unternehmen handelt. In diesem Fall – und bei Genussrechten und stillen Beteiligungen, die als Fremdkapital ausgestaltet sind – besteht grundsätzlich eine Prospektspflicht nach dem Vermögensanlagengesetz (VermaAnG). Diese Prospektspflicht entfällt nur bei nicht mehr als 20 Anteilen, einer Mindestanlage pro Investor von 200.000 EUR oder einem jährlichen Maximalbetrag von 100.000 EUR. Für den Vertrieb durch die Plattform ist eine Erlaubnis als Finanzanlagenvermittler gem. § 34f Abs. 1 Nr. 2 bzw. 3 GewO erforderlich.

Partiarische Nachrangdarlehen

Zum aktuellen Zeitpunkt ist die Vergabe von (partiarischen) Nachrangdarlehen nicht reguliert. Die Plattform bedarf für die Vermittlung der Darlehen lediglich einer Gewerbeerlaubnis nach § 34c GewO.

Dieses wird sich allerdings mit Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes Mitte 2015 ändern – partiarische Nachrangdarlehen sind dann auch Vermögensanlagen i.S.d. VermAnlG. Insoweit unterfallen sie dann auch einer Prospektpflicht, sofern sie nicht die „Crowdfunding-Ausnahme“ mit einer erheblich erleichterten Regulierung nutzen können. Voraussetzung für diese Crowdfunding-Ausnahme ist – nach aktuellem Stand des Gesetzgebungsverfahrens –, dass die Gesamthöhe des Angebots max. 1 Mio. EUR beträgt. Zudem ist der Betrag, den ein Anleger in Vermögensanlagen eines Emittenten (Start-up, Projektinitiator o.Ä.) investieren kann, wie folgt begrenzt:

- bis 1.000 EUR: Investment ohne Weiteres möglich
- über 1.000 EUR: frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100.000 EUR oder maximal zwei Nettomonatsgehälter
- 10.000 EUR = absoluter Höchstbetrag

Ab einem Investment von 1.000 EUR ist nach aktuellem Stand des Gesetzentwurfs eine Selbstauskunft gegenüber der Plattform erforderlich.

Peer to Peer Lending

Die aktuellen Geschäftsmodelle der Peer to Peer Lending-Plattformen sollen eigentlich auch zukünftig nicht dem VermAnlG unterfallen. Da diese Ausnahme aber nur gelten soll, sofern eine Bank die Darlehen an die Investoren ausgibt, werden voraussichtlich einige Plattformen ihr Geschäftsmodell anpassen müssen.

Tanja Aschenbeck-Florange

ist Partnerin im Bereich Bank- und Kapitalmarktrecht, Finanzierung bei Osborne Clarke in Köln. Ein besonderer Schwerpunkt ihrer Tätigkeit ist die Beratung zu bankaufsichtsrechtlichen Fragestellungen – hier insbesondere im Zahlungsverkehrs- und sonstigen Aufsichtsrecht für Zahlungsdienstleister und Industrieunternehmen. Auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts ist Tanja Aschenbeck-Florange zudem auf die Strukturierung von Kapitalanlagen/alternativen Investments, insbesondere von (geschlossenen) Investmentfonds, Genussrechten und Crowdfunding spezialisiert.



ANZEIGE

CROWD DIALOG EUROPE

27.08.2015 LET'S MEET IN HELSINKI

CROWDSOURCING · CROWDFUNDING · CROWDINNOVATION

Crowd Dialog is Europe's leading crowd themed forum that covers B2B practical experience and applied science. Join the experts August 27, 2015 in Finland's vibrant capital.

26.11.2015 #CROWDDIALOG



CROWD DIALOG MÜNCHEN

50+

REFERENTEN

Aktuellstes Praxiswissen - Top-Experten und wissenschaftliches Fundament

600+

TEILNEHMER

Zukunftsorientierte und innovative Entscheider im Unternehmen - ob CIO, CEO, Gründer oder Inhaber

Verschiedeneeteiligungsarten, verschiedene Folgen

Crowdinvesting aus steuerlicher Sicht

Crowdinvesting erfreut sich stetig wachsender Beliebtheit. So ist es kapitalsuchenden Unternehmen gelungen, in den ersten drei Quartalen des Jahres 2014 Schwarmfinanzierungen in einem Volumen von rund 18 Mio. EUR einzusammeln. Wie bei jedem Investment spielen auch beim Crowdinvesting steuerliche Aspekte eine wichtige Rolle. Abhängig davon, auf welcher Basis die Investition erfolgt, können die steuerlichen Auswirkungen bei den Crowdinvestoren und dem finanzierten Unternehmen unterschiedlich ausfallen.

Beim Crowdinvesting sammeln vorrangig Start-ups bei einer Vielzahl von Kleinanlegern jeweils geringe, jedoch insgesamt nicht unbeachtliche Kapitalbeträge ein, um sich zu finanzieren. Im Gegenzug erhalten die Crowdinvestoren eine wirtschaftliche Teilhabe an dem Start-up. Die konkrete Anlageform ist abhängig davon, über welches Crowdinvesting-Portal die Investition erfolgt. Die Portale vermitteln entweder direkte oder hybride Beteiligungen. Die Crowdinvestoren sind üblicherweise natürliche Personen, die die Beteiligung in ihrem Privatvermögen halten. Die Start-ups sind grundsätzlich Kapitalgesellschaften (Abb. 1).

Besteuerung von direkten Beteiligungen

Crowdinvestor

Vermittelt das Portal eine direkte Beteiligung in das Start-up, erzielt der Crowdinvestor steuerlich sogenannte Kapitaleinkünfte in Form von Gewinnausschüttungen bzw. Veräußerungsgewinnen. Sie unterliegen üblicherweise einer Besteuerung i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5% hierauf und gegebenenfalls Kirchensteuer. Verlustverrechnung und Werbungskostenabzug (z.B. für Refinanzierungskosten) sind nur begrenzt möglich. Hiervon abweichend gelten Veräußerungsgewinne, wenn der Crowdinvestor eine direkte Beteiligung von mindestens 1% an dem Start-up gehalten hat, als sogenannte gewerbliche Einkünfte. Sie unterliegen im Umfang

von 60% der Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz (i.H.v.14%–45% zzgl. 5,5% SolZ hierauf und gegebenenfalls KiSt). Im Umfang von 40% sind sie steuerfrei. Verluste des Investments sind in Höhe von 60% steuerlich ansetzbar.

Start-up

Das Start-up erfasst in seiner Steuerbilanz die Einlage des Crowdinvestors als Eigenkapital. Gewinnausschüttungen stellen demnach Gewinnverwendung dar (und nicht Betriebsausgaben). Hierfür muss das Start-up eine sogenannte Kapitalertragsteuer für Rechnung des Crowdinvestors einbehalten und sie mit für ihn üblicherweise abgeltender Wirkung an das Finanzamt abführen (i.H.v. 25% zzgl. SolZ i.H.v. 5,5% hierauf und gegebenenfalls KiSt). Anteilsveräußerungen berühren das Start-up steuerlich grundsätzlich nicht, es sei denn, sie gelten als „steuerschädlich“. Dann kann es in Ausnahmefällen zu einem Untergang der steuerlichen Verluste des Start-ups kommen.

Besteuerung von atypisch stillen Beteiligungen

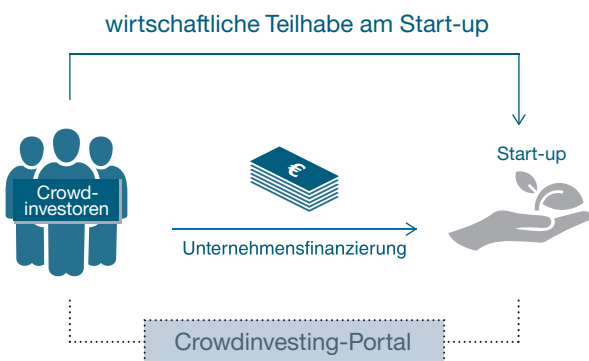
Crowdinvestor

Beteiligt sich der Crowdinvestor atypisch still am Start-up, ist er insbesondere an einem etwaigen positiven Jahresergebnis des Start-ups und hierneben an der Unternehmenswertsteigerung beteiligt. Er erzielt als Mitunternehmer sogenannte gewerbliche Einkünfte, die er entsprechend seinen persönlichen Verhältnissen steuerlich erklären muss (Steuersatz i.H.v.14%–45% zzgl. 5,5% SolZ hierauf und gegebenenfalls KiSt). Dabei kann die Beteiligung an der Wertsteigerung als außergewöhnliche Einkunft steuerlich begünstigt sein. Verluste, die der Crowdinvestor erleidet, kann er bis zur Höhe seines Investments steuerlich geltend machen. Auch seine Refinanzierungskosten kann er steuerlich ansetzen.

Start-up

Der auf den Crowdinvestor entfallende Anteil am positiven Jahresergebnis ist für das Start-up keine Betriebsausgabe. Auch ist keine Kapitalertragsteuer einzubehalten und abzuführen. Im Zusammenhang mit der atypischen stillen Beteiligung kann eine Gewerbesteuer entstehen, die der Crowdinvestor anteilig bei seiner persönlichen Einkommen-

Abb. 1: Parteien bei einer Crowdfinanzierung



Quelle: RBS RoeverBroennerSusat

steuer pauschaliert anrechnen kann. Etwaige gewerbesteuerliche Verluste, die im Zusammenhang mit der atypisch stillen Beteiligung stehen, gehen bei Ausscheiden des Crowdinvestors unter.

Besteuerung von Genussrechten

Crowdinvestor

Investiert der Crowdinvestor über ein Genussrecht in das Start-up, ist er an dessen etwaigem Jahresgewinn beteiligt (fremdkapitalähnliches Genussrecht). Unter Umständen ist er zusätzlich auch an der Unternehmenswertsteigerung beteiligt (dann eigenkapitalähnliches Genussrecht). In beiden Fällen erzielt der Crowdinvestor Kapitaleinkünfte. Sie unterliegen einer Besteuerung i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5% hierauf und gegebenenfalls Kirchensteuer. Verlustverrechnung und Werbungskostenabzug (z.B. für Refinanzierungskosten) sind nur unter Einschränkungen möglich.

Start-up

Je nachdem, ob es sich um ein fremd- oder eigenkapitalähnliches Genussrecht handelt, bilanziert das Start-up das Genussrechtskapital steuerlich entsprechend. Gewinnauskehrungen an den Crowdinvestor sind nur beim fremdkapitalähnlichen Genussrecht Betriebsausgaben des Start-ups, gleichwohl sind sie für die Gewerbesteuer unter Umständen teilweise wieder hinzuzurechnen. Bei beiden Genussrechtsarten hat das Start-up anlässlich von Gewinnauskehrungen an den Crowdinvestor Kapitalertragsteuer einzubehalten und sie mit für ihn üblicherweise abgeltender Wirkung an das Finanzamt abzuführen (i.H.v. 25% zzgl. SolZ i.H.v. 5,5% hierauf und gegebenenfalls KiSt).

Besteuerung von stillen Beteiligungen oder Nachrangdarlehen

Crowdinvestor

Investiert der Crowdinvestor über eine stille Beteiligung oder ein Nachrangdarlehen in das Start-up, erhält er von diesem Gewinnanteile bzw. Zinszahlungen. In beiden Fällen erzielt der Crowdinvestor Kapitaleinkünfte. Sie unterliegen einer Besteuerung i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5% hierauf und gegebenenfalls Kirchensteuer. Verlustverrechnung und Werbungskostenabzug (z.B. für Refinanzierungskosten) sind beschränkt möglich.

Start-up

Das Start-up passiviert die vom Crowdinvestor gewährte Finanzierung in seiner Steuerbilanz als Fremdkapital. Ausgekehrte Gewinnanteile oder Zinszahlungen mindern demnach als Betriebsausgaben das steuerliche Ergebnis des Start-ups. Für die Gewerbesteuer sind sie jedoch unter Umständen teilweise wieder hinzuzurechnen. Bei Auskehrungen von Gewinnanteilen hat das Start-up Kapitalertragsteuer einzubehalten und sie mit für den Crowdinvestor üblicherweise abgeltender Wirkung an das Finanzamt ab-

Abb. 2: Beteiligungsmodelle beim Crowdfunding

Beteiligung	Investorenvorteil	steuerliche Behandlung	
		Investor	Start-up
Aktien	Gewinnausschüttung, Veräußerungsgewinn	KapE/ GewE ³	keine BA ⁴
GmbH-Anteil			
atypisch stille Beteiligung	Anteil am Gewinn, Unternehmenswert	GewE	keine BA ⁴
Genussrecht (eigenkapitalähnlich)			
Genussrecht (fremdkapitalähnlich)	Anteil am Gewinn	KapE	BA ⁵
stille Beteiligung			
Nachrangdarlehen	Zinsen		

- 1 Kapitaleinkünfte
 2 Gewerbliche Einkünfte
 3 u. U. in Bezug auf den Veräußerungsgewinn, wenn Beteiligung $\geq 1\%$
 4 Betriebsausgaben
 5 u. U. teilweise Hinzurechnung bei Gewerbesteuer

Quelle: RBS RoeverBroennerSusat

zuführen (i.H.v. 25% zzgl. SolZ i.H.v. 5,5% hierauf und gegebenenfalls KiSt). Ob dies bei Zinszahlungen entsprechend gilt, hängt von der Ausgestaltung des Nachrangdarlehens ab.

Fazit

Crowdfunding kann insbesondere für Start-ups eine spannende alternative Finanzierungsform darstellen. Crowdfunding-Portale vermitteln den Crowdinvestoren entweder direkte oder hybride Beteiligungen an Start-ups. Die konkreten steuerlichen Auswirkungen für die Crowdinvestoren und Start-ups hängen davon ab, welche Anlageform dem Investment zugrunde liegt. Diesen Umstand sollten sowohl die Crowdinvestoren als auch Start-ups bei ihrer Wahl für ein bestimmtes Modell berücksichtigen (Abb. 2).

Rainer Weichhaus

ist Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Partner,

Konstantin Maretis (LL.M.)

ist Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht bei der Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft RBS Roever-BroennerSusat.

Beide beraten mittelständische Unternehmen, Start-ups und Investoren. Weichhaus insbesondere bei Abschlussprüfung, -erstellung und in steuerrechtlichen Fragestellungen. Maretis in den Bereichen Unternehmenssteuern und Gesellschaftsrecht sowie in den angrenzenden Rechtsgebieten. Zuletzt haben sie ein Crowdfunding-Portal bei der steuerlichen bzw. rechtlichen Strukturierung beraten.



Crowdfunding als Assetklasse

Familienzuwachs bei den Anlageklassen für Privatanleger?

Crowdfunding versucht sich auch in Deutschland als neue Anlageklasse zu etablieren. Doch handelt es sich überhaupt um eine eigene Anlageklasse oder nur eine Untermenge von frühem Expansion-VC mit extrem geringer Mindestticketgröße? Das Marktpotenzial für eine neue Anlageklasse mit spannenden Alleinstellungsmerkmalen wäre vorhanden.

Die Idee trägt das Genom von Selbstbestimmung und Gleichheit in sich: Jeder einzelne Anleger entscheidet für sich selbst anstelle eines gut bezahlten Fondsmanagers und aufgrund eines für alle gleichen Informationsangebots des Emittenten, dargestellt durch z.B. Verkaufsprospekt, Datenraum und Fragen/Antworten-Foren im Internet. Jeder Investor bestimmt selbst über Risikostreuung, Auswahl und Größe der Einzelpositionen und ob er die Konditionen einer Beteiligung akzeptiert oder nicht. Auf einer Reihe von Plattformen kann jeder Privatanleger bereits mit sehr kleinen Beträgen zum Wagniskapitalgeber werden: Je nach Anbieter liegt das Minimum bei 1.000 EUR, 250 EUR oder gar nur 100 EUR, das Durchschnittsinvestment zwischen 900 EUR und ein paar Tausend Euro pro Investor und Unternehmen. Sprich: Wem acht Zielunternehmen als Risikostreuung ausreichen, kann mit z.B. $8 \times 250 \text{ EUR} = 2.000 \text{ EUR}$ seinen eigenen Venture Capital-Fonds bauen. Die fünfstelligen Mindestzeichnungssummen von Venture Capital-(Dach-)Fonds für Privatanleger sind keine echte Markteintrittsbarriere mehr.

Rendite aus formelhafter Bewertung?

Die finanzierten Summen reichen von ca. 100.000 EUR bis zu hohen einstelligen Millionenbeträgen – und damit in eine Größenklasse, in der auch Finanzierungspartner und -instrumente aus den anderen Anlageklassen verfügbar sind. Je nach Vehikel investiert man direkt in Firmenanteile oder Mezzanine-Instrumente, unter denen aufgrund der noch milden Regulierung partiarische Nachrangdarlehen verbreitet sind. Die Rendite entsteht üblicherweise am Ende der Beteiligungsdauer, die bei Darlehensmodellen typischerweise zwischen fünf und zehn Jahren beträgt – mithin in derselben Größenordnung wie beim Venture Capital-Fonds. Eine beschränkte Laufzeit führt zu Bewertungsproblemen: Was erhält der Investor, wenn der Beteiligungsvertrag ausläuft? Manche Beteiligungsverträge schreiben Bewertungsregeln fest, z.B. „EBIT mal Faktor sechs“. Tatsächliche Marktpreise können jedoch erheblich in beide Richtungen von diesen Bewertungsformeln abweichen. Ob letztlich die Renditen

von 10% p.a. „plus x“ aus den Beispielrechnungen mancher Crowdfunding-Intermediäre realistisch sind, müssen die kommenden Jahre zeigen.

Totalausfälle bleiben im Rahmen

Nach einer Studie der EVCA von 2004 sind ca. 30% der durch Venture Capital finanzierten Unternehmen Totalausfälle, bei zehn Jahren üblicher Fondslaufzeit also 3% pro Jahr. Bislang bleiben die Ausfälle bei crowdfinanzierten Unternehmen im selben Rahmen: Bei vier Ausfällen unter 37 Emittenten über drei Jahre ergibt sich bei einem der Anbieter eine jährliche Ausfallquote von 3,6% (nicht volumengewichtet), ein anderer Anbieter kann 1 Mio. EUR Ausfallvolumen bei sechs Emittenten bei 22 Mio. EUR finanziertem Volumen bei 76 Projekten aus drei Jahren vermelden, mithin 1,5% Ausfall pro Jahr. Zur Darstellung eines ersten Risiko-Rendite-Profiles der Anlageklasse Crowdfunding liegen schlicht zu wenige Daten zur erzielten Rendite vor.

Börsenpsychologie: Sympathiefaktor gefährlich

Ist also Crowdfunding eher dem Venture Capital ähnlich, wo Kauf- und Verkaufspreise zwischen Profis mit Anspruch auf Gewinnbeteiligung ausgehandelt werden, oder eher den offenen Aktienfonds, deren Bewertung von der nicht immer rationalen Börsenpsychologie abhängt? Die Außerbörslichkeit der von Crowdfunding finanzierten Unternehmen spricht für die erste Variante. Doch ein Einfluss irrationaler Elemente bei der Auswahl und Bewertung der Zielunternehmen ist kaum zu verleugnen, wenn es einem von zwei Unternehmen mit sehr ähnlichen Geschäftsmodellen gelingt, „more sexy“ für Investoren auszusehen und eine gegenüber seinem Wettbewerber fünfmal so hohe Bewertung zu erreichen. Spätestens hier sind sich Investoren-Crowd und Börsenpublikum sehr nahe.

Das Exit-Problem

Die Handelsmöglichkeiten für ausstiegswillige Anleger sind noch sehr beschränkt. Nur ein Anbieter bietet bislang eine



Der Start-up CFO

Die Herausforderungen des kaufmännischen Leiters
in wachstumsorientierten High-Tech Unternehmen

René Kantehm, Hans-Eric Rasmussen-Bonne
GoingPublic Media AG, 257 Seiten, September 2013,
ISBN 978-3943021417, 39,95 EUR

Jetzt bestellen!
<http://vc-mag.de/startupcfo>



Bist Du bereit für das Abenteuer?

Der Start-up CFO als der kaufmännische Leiter ist sicherlich eine der zentralen Rollen in einem wachsenden jungen Unternehmen. Er hält die Fäden in der Hand, steuert das Venture Capital und kümmert sich um die finanzielle Stabilität. Oft ein Drahtseilakt.

Dieses Handbuch betritt Neuland, da es ein vergleichbares Werk bisher auf dem deutschen Markt nicht gab. Es war an der Zeit, die bisherigen Erfahrungen der Praxis zu bündeln und aufzubereiten.

Als Autoren arbeiteten Controller, Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Investmentmanager, Venture Capitalisten, Personalexperten, Berater, Trainer und natürlich Start-up CFOs aus unterschiedlichen Branchen mit.

Ziel des Buches ist es, das Rad nicht immer wieder neu zu erfinden, sondern das Wirken des CFOs thematisch aufzugliedern. Die Inhalte werden anschaulich mit Erfahrungsberichten beschrieben und mit Checklisten, Werkzeugen und praktischen Tipps angereichert. Hierbei wird die gesamte Bandbreite des Aufgabengebietes eines Start-up CFOs abgebildet – vom Controlling über das Rechnungswesen sowie die Finanzierung bis hin zu Investor Relations und rechtlichen und organisatorischen Themen.

Adressiert ist das Handbuch an:

- Aktive Start-up CFOs und solche, die es in Zukunft gerne werden möchten
- Gründer, die die kaufmännische Seite besser verstehen möchten und vielleicht bald einen kaufmännischen Leiter einstellen werden
- Interessierte Marktteilnehmer wie Venture Capital-Investoren, Anwälte, Wirtschaftsprüfer und Berater

hausinterne Vermittlung an. Bei einer Kündigung vor Ende der Vertragslaufzeit gewähren manche Emittenten ihren Investoren lediglich ihre Einlage zurück und schneiden sie von den wohlverdienten Früchten ihres Engagements ab. Neben einem gesteigerten Risikobewusstsein verlangt Crowdinvesting von den Anlegern ein gehöriges Maß an Geduld und eine gewisse Liquiditätsvorsorge, um nicht in einer Zwangslage verkaufen zu müssen oder in einer Nachfinanzierungsrunde verwässert zu werden – analog zum Venture Capital.

Erstaunlich weite Zielgruppe

Auch jenseits der Zielgruppe der Privatanleger kann Crowdinvesting zur reinen Rendite einen Zusatznutzen stiften:

- Mittelständische Unternehmen können im Stile großer Corporate Venture Capital-Akteure crowdfinanzierte Jungunternehmen als künftige Lieferanten, Kunden, Forschungs- und Entwicklungsabteilungen, Vertriebskanäle u.Ä. mitentwickeln und an sich binden.
- Venture Capital-Investoren wie Fonds und Business Angels können aussichtsreichen, aber noch zu kleinen Jungunternehmen einen Professionalisierungsschub verleihen und ihnen zur nötigen kritischen Größe für die nächste Finanzierungsrunde verhelfen.

- Banken können junge Unternehmen fremdkapitalfähig machen, indem sie sich bei der Beschaffung der Eigenkapitalausstattung einbringen.

Für die finanzierten Unternehmen bietet sich eine spannende Rückkopplung: Da eine große Zahl potenzieller Investoren die Erfolgsaussichten des Geschäftsmodell beurteilt, kann das Unternehmen seine Erfolgchancen selbst besser abschätzen – vor allem dann, wenn Investoren und Kunden derselben Zielgruppe entstammen.

Fazit

Nackte Zahlen alleine reichen nicht, um den Nutzen und die Besonderheiten von Crowdinvesting als Anlageklasse zu erfassen. Die Grenzen zu den Anlageuniversen Venture Capital und börslicher Aktienhandel sind fließend, da weder die Akteure noch deren Motivationslage exklusiv sind. Hinzu erschwert die dürftige Datenbasis derzeit noch eine sinnvolle statistische Auswertung. Die Betonung liegt auf „derzeit noch“, doch für eine günstige Entwicklung braucht das Marktsegment ein angemessenes regulatorisches Umfeld und eine Absicherung gegen Missbrauch.

Volker Deibert
redaktion@vc-magazin.de

Kommentar am Rande

Regulierung: Viel hilft viel?

Die Zielrichtung der Politik scheint klar: Weil Banken und Vermittler Kunden intransparente Wertpapiere und Beteiligungen außerhalb deren Risikofähigkeit verkauft haben, muss die Regulierung auch bei außerbörslichen Vermögensanlagen drastisch verschärft werden. Nach der aktuellen Planung soll ein Privatanleger maximal 1.000 EUR jährlich in Crowdinvesting investieren dürfen, ohne per Selbstauskunft darlegen zu müssen, dass ihn ein Totalverlust nicht ruinieren würde. Will er den erweiterten Höchstbetrag von 10.000 EUR anlegen, muss er 100.000 EUR verfügbares Vermögen nachweisen. Jenseits jeder Logik werden Anlageinstrumente unterschiedlich scharf reguliert: Partiarische Nachrangdarlehen sind bisher bis zu einem Emissionsvolumen von 1 Mio. EUR prospektfrei, für Genussrechte besteht ab 100.000 EUR Prospektspflicht.

„Mach es lieber im Ausland!“

Salbungsvollen Sonntagsreden nach zu urteilen ist Crowdinvesting genau das, was die deutsche Wirtschaft zur Förderung ihrer Gründerkultur und zur Schaffung von Arbeitsplätzen nötig braucht. Weder am Wettschalter der Pferderennbahn noch an der Kasse eines Spielcasinos werden vergleichbare Hürden errichtet wie bei der Akquise von Risikokapital für junge Unternehmen. Ein leitender Kopf der jungen Branche bringt es prägnant auf den Punkt: „Crowdinvesting ist toll, aber mach es lieber im Ausland.“ – und damit sind sowohl kapitalsuchende Unternehmer als auch Investoren adressiert. Der deutsche Gesetzgeber ist auf dem besten Weg, dem zarten Pflänzchen eines neuen Kapitalmarktsegmentes durch hysterisch anmutende Regulierungsbemühungen frühzeitig das Wasser abzugraben.

Exklusiver Partner des Specials

DENTONS

Dentons ist eine **globale Wirtschaftskanzlei**, die Mandanten einen Mehrwert in einem zunehmend vernetzten, komplexen und wettbewerbsintensiven Markt bietet. Mit rund 2.600 Berufsträgern an mehr als 75 Standorten in über 50 Ländern berät Dentons sowohl kleine Unternehmen als auch international tätige Konzerne – auf lokaler, regionaler und globaler Ebene.

In **Deutschland**, an unseren zwei Standorten Berlin und Frankfurt am Main, beraten unsere mehr als 80 Anwälte und Steuerberater in allen wichtigen Bereichen des Wirtschafts- und Steuerrechts.

Für **IPOs und Anleihen, Venture Capital und Private Equity-Finanzierung sowie Crowdfunding** stehen Ihnen unsere erfahrenen Anwälte an 17 europäischen Standorten zur Verfügung. Darüber hinaus unterstützen wir Sie auch an wichtigen Finanzplätzen wie New York, Hongkong, Shanghai und Peking und helfen Ihnen gern dabei, mit Ihrem Projekt Erfolg zu haben!

www.dentons.com

Lesen Sie mehr **über den Zusammenschluss von Dentons und 大成** zur Kanzlei der Zukunft unter www.dentonscombination.com.

ANZEIGE

Reden ist Silber, Lesen ist Gold.



Goldrichtig liegen Sie mit einem Abonnement des VentureCapital Magazins, wenn Sie monatlich alle Infos, News & Storys rund um die Themen Private Equity, Technologietrends und Unternehmensgründung direkt nach Hause geliefert haben möchten.

facebook.com/VentureCapitalMagazin

twitter.com/vc_magazin



VentureCapital

Jetzt abonnieren: <http://vc-mag.de/abo>

Neue Maßstäbe setzen.

Dentons. Die globale Top-Kanzlei, gegründet von Salans, FMC und SNR Denton.*

Wir sind dort, wo Sie uns brauchen:
An 17 europäischen Standorten ist Dentons Ihr Partner für IPOs und Anleihen, Venture Capital und Private Equity-Finanzierung sowie Crowdfunding.

*Acritas Global Elite Law Firm Brand Index 2013 und 2014.

DENTONS

Know the way

Robert Michels

Partner

Frankfurt

D +49 69 45 00 12 399

robert.michels@dentons.com

Dr. Peter Mayer

Partner

Berlin

D +49 30 2 64 73 218

peter.mayer@dentons.com

dentons.com

© 2015 Dentons. Dentons is a global legal practice providing client services worldwide through its member firms and affiliates. Please see dentons.com for Legal Notices.

