

Schriften zur Finanzwirtschaft

herausgegeben vom
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition
der
Technischen Universität Ilmenau

Sekundärmärkte für Crowdfunding in Deutschland

Dr. Alexander Fox

Heft 18





Technische Universität Ilmenau

Schriften zur Finanzwirtschaft

Dr. Alexander Fox
Technische Universität Ilmenau
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition
Postfach 10 05 65
98684 Ilmenau
Tel: ++49 (0)3677 69 4016
Fax: ++49 (0)3677 69 4218
E-Mail: alexander.fox@tu-ilmenau.de

Alexander Fox:

Sekundärmärkte für Crowdfunding in Deutschland

Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 18, Technische Universität Ilmenau, 2019

ISSN 1615-7656

URN [urn:nbn:de:gbv:ilm1-2019200328](https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:gbv:ilm1-2019200328)

DOI [10.22032/dbt.38878](https://doi.org/10.22032/dbt.38878)

© Technische Universität Ilmenau, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften und Medien, Fachgebiet
Finanzwirtschaft/Investition, Ilmenau, 2019

Sekundärmärkte für Crowdfunding in Deutschland

von

Dr. Alexander Fox

Zusammenfassung:

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der aktuellen Situation des Sekundärmarktes für Crowdfunding-Projekte in Deutschland. Ausgehend von der Identifikation handelbarer Crowdfunding-Projekte werden auf Basis der aktuellen rechtlichen Rahmenbedingungen von Finanzmärkten in Deutschland Überlegungen zu möglichen Handelsplätzen für Crowdfunding-Projekte mit monetären Gegenleistungen herausgearbeitet und anhand einer Marktanalyse deutscher Crowdfunding-Plattformen verifiziert. Die Ergebnisse zeigen, dass der Sekundärmarkt auf deutschen Crowdfunding-Plattformen noch sehr rudimentär ausgebildet ist. So besaßen von 60 untersuchten deutschen Crowdfunding-Plattformen, auf denen Projekte mit monetären Gegenleistungen finanziert werden können, nur zwei einen Sekundärmarkt. Der Hauptgrund bei Crowdinvesting-Plattformen liegt im relativ geringen Finanzierungsvolumen auf vielen Plattformen und dem damit geringen potenziellen Handelsumsatz. Damit ist es nicht weiter verwunderlich, dass aktuell Sekundärmärkte nur auf zwei der größten deutschen Crowdinvesting-Plattformen angeboten werden. Im Rahmen des Crowdlending führen die aktuellen rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland dazu, dass sich ein Sekundärmarkt nur schwer realisieren lässt. Hier bleibt abzuwarten, ob die wenigen deutschen Anbieter in naher Zukunft Möglichkeiten finden, Sekundärmärkte trotzdem zu realisieren.

Inhaltsverzeichnis

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	5
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	6
1 EINLEITUNG	7
2 BESTIMMUNG HANDELBARER CROWDFUNDING-FORMEN.....	8
2.1 DEFINITORISCHE ABGRENZUNG DER EINZELNEN CROWDFUNDING-FORMEN	8
2.2 GRUNDLAGEN DER MEZZANINE-FINANZIERUNG	11
2.3 RECHTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN IN DEUTSCHLAND	13
2.4 ANALYSE DES EINSATZES VON MEZZANINE-KAPITAL BEIM CROWDFUNDING.....	14
2.4.1 Problemstellung	14
2.4.2 Nachrangdarlehen	15
2.4.3 Partiarische Darlehen.....	16
2.5 ZWISCHENFAZIT	17
3 GRUNDLAGEN ZU FINANZMÄRKTEN.....	17
3.1 SYSTEMATISIERUNG UND FUNKTIONEN DES FINANZMARKTES	17
3.2 SYSTEMATISIERUNG VON HANDELSPLÄTZEN IN DEUTSCHLAND	19
3.3 MÖGLICHE HANDELSYSTEME FÜR CROWDFUNDING-PROJEKTE	23
4 ANALYSE DES HANDELS VON CROWDFUNDING-PROJEKTEN	24
4.1 DATENBASIS DER UNTERSUCHTEN PLATTFORMEN	24
4.2 ERGEBNISSE	25
5 FAZIT	27
ANHANG	28
LITERATUR	34

Abbildungsverzeichnis

<i>Abbildung 1:</i>	Systematisierung von Finanzierungsinstrumenten im Crowdfunding	8
<i>Abbildung 2:</i>	Mezzanine-Kapital nach Rechtsstellung in Deutschland	12
<i>Abbildung 3:</i>	Systematisierung von Finanzmärkten	18
<i>Abbildung 4:</i>	Systematisierung der Marktstruktur nach MiFID II	20
<i>Abbildung 5:</i>	Alternative Handelssysteme für Kassainstrumente	21
<i>Abbildung 6:</i>	Vergleich der Handelssysteme hinsichtlich der Eignung für den Handel von Crowdfunding-Projekten	24
<i>Abbildung 7:</i>	Crowdinvesting-Plattformen in Deutschland mit Sekundärmarkt (Stichtag: 13.06.2019)	26

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
ca.	circa
BörsG	Börsengesetz
EUR	Euro
f.	die folgende
ff.	die folgenden
GewO	Gewerbeordnung
KWG	Kreditwesengesetz
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
Mio.	Millionen
MTF	Multilateral Trading Facility
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Nr.	Nummer
OTF	Organised Trading Facility
S.	Seite
vgl.	vergleiche
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

Crowdfunding stellt mittlerweile eine etablierte Alternative bzw. teilweise Ergänzung der klassischen Formen der Projekt- und Unternehmensfinanzierung dar.¹ Allgemein versteht man unter Crowdfunding die Generierung von finanziellen Mitteln für ein Projekt über eine große Anzahl an Personen, typischerweise unter Zuhilfenahme des Internets.² Erweitert man diese Sichtweise um weitere definitorische Ansätze aus der Literatur³, dann stellt Crowdfunding einen Prozess dar, in dem Individuen, aber auch Organisationen, kommerzielle oder nicht kommerzielle Projekte in einer öffentlichen Ankündigung initiieren, um Finanzierungszusagen einzuwerben, die Marktnachfrage abzuschätzen sowie Kundenbeziehungen aufzubauen. Die Teilnehmer der Crowdfunding-Kampagne können dazu in einem spezifizierten Zeitraum auf Online- oder Offline-Plattformen monetäre oder nicht-monetäre Mittel, deren Höhe sie frei bestimmen können, zusagen. Die zugesagten Mittel werden dem Projekt zur Verfügung gestellt, wenn die vorab spezifizierten Voraussetzungen erfüllt sind. Eine materielle oder auch immaterielle Kompensation für die Mittelbereitsteller kann, muss aber nicht vorgesehen sein.⁴

Aufgrund des mittlerweile hohen Finanzierungsvolumens besteht auch beim Crowdfunding ein stark wachsendes Potenzial für Sekundärmärkte⁵. So lag das Volumen des deutschen Marktes für Crowdfunding mit monetären Gegenleistungen 2018 bei etwa 297,3 Mio. EUR und somit ca. 50 % über dem Volumen aus 2017.⁶ Die Gründe für eine Veräußerung seitens der Kapitalgeber können, wie bei anderen Investments auch, vielfältig sein (z.B. eine veränderte Risikoeinstellung bezüglich des Projektes oder persönlicher Kapitalbedarf). Hieraus ergeben sich verschiedene Problemstellungen (Existenz von liquiden Sekundärmärkten, handelbare Instrumente, Regulierung entsprechender Handelsplätze), welche in der folgenden Arbeit für den Standort Deutschland analysiert werden sollen. Dazu werden in Kapitel 2 mögliche handelbare Crowdfunding-Formen bestimmt und abgegrenzt. Kapitel 3 gibt einen kurzen Überblick zu den Grundlagen von Finanzmärkten, worauf aufbauend in Kapitel 4 die oben aufgeführten Problemstellungen anhand deutscher Crowdfunding-Plattformen analysiert werden. Abgeschlossen wird die Arbeit mit einem kurzen Fazit.

¹ Vgl. Harrison (2013), S. 283; Lehner (2013), S. 289 ff.; Belleflamme/Lambert/Schwienbacher (2014), S. 585.

² Vgl. Lehner (2013). Die in der Literatur viel zitierten Belleflamme/Lambert/Schwienbacher (2014), S. 588 definieren Crowdfunding als „... an open call, mostly through the Internet, for the provision of financial resources either in the form of donation or in exchange for the future product or some form of reward to support initiatives for specific purposes“.

³ Vgl. für eine Übersicht z.B. Müllerleile/Joenssen (2015), S. 272 ff.; Trost/Fox/Heim (2017), S. 134.

⁴ Vgl. Müllerleile/Joenssen (2015), S. 274.

⁵ Auf Sekundärmärkten werden bereits emittierte Finanzprodukte zwischen Anlegern gehandelt. Der Primärmarkt stellt dagegen den Markt für Neuemissionen von Finanzprodukten dar; vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2017), S. 184.

⁶ Vgl. crowdfunding.de (2019), S. 4.

2 Bestimmung handelbarer Crowdfunding-Formen

2.1 Definitive Abgrenzung der einzelnen Crowdfunding-Formen

In Theorie und Praxis haben sich inzwischen mit dem belohnungsbasierten (reward-based), dem spendenbasierten (donation-based), dem eigenkapitalbasierten (equity-based) und dem fremdkapitalbasierten (lending-based) Modell fast übereinstimmend vier grundlegende Finanzierungsformen innerhalb des Crowdfunding herausgebildet.⁷ In Abbildung 1 erfolgt eine Systematisierung der einzelnen Modelle.⁸

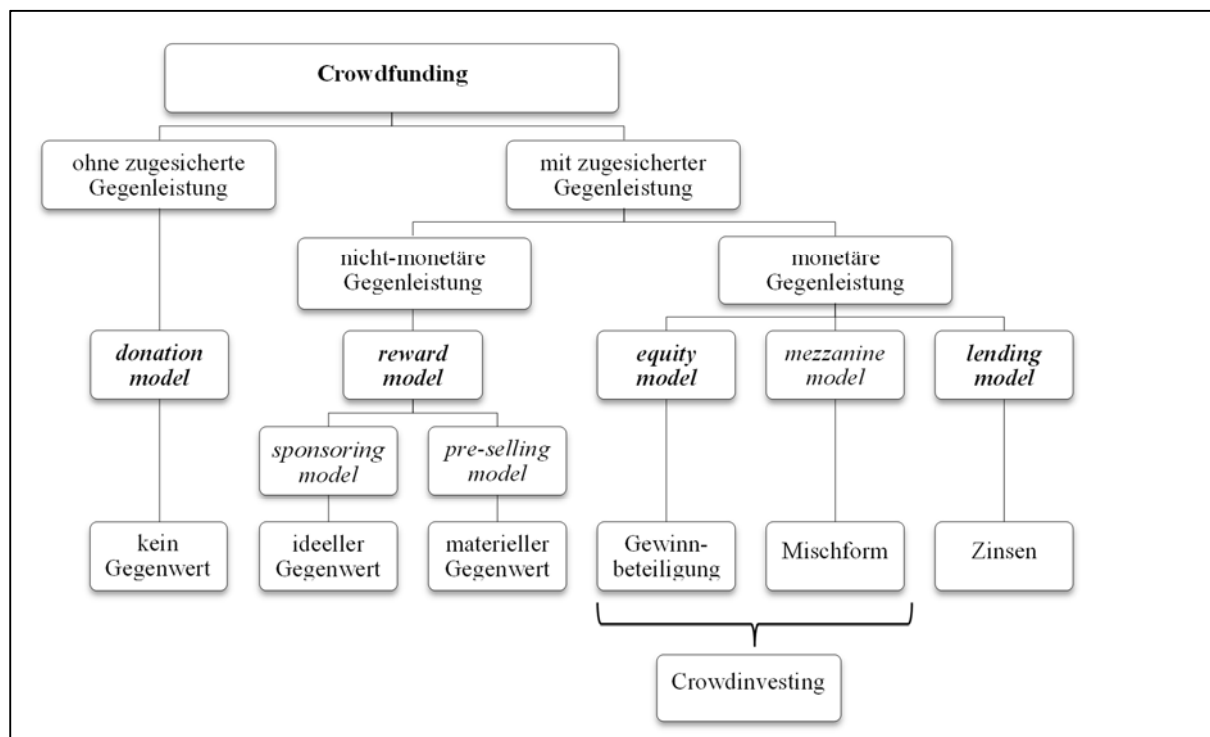


Abbildung 1: Systematisierung von Finanzierungsinstrumenten im Crowdfunding
Quelle: in Anlehnung an Fiedler/Horsch (2014), S. 93

Beim belohnungsbasierten Modell (reward-based model) erhalten die Kapitalgeber immaterielle und/oder materielle Gegenleistungen, die nicht-finanzieller Natur sind.⁹ Hierbei wird regelmäßig eine Unterscheidung in Crowdsponsoring und in Pre-Selling bzw. Pre-Ordering getroffen. Das Pre-Selling bzw. Pre-Ordering beinhaltet vor allem die Möglichkeit der Vorablieferung des durch das Projekt entwickelten Produkts (z.B. eines Films).¹⁰ Der Rückfluss für den Kapitalgeber besteht auf der einen Seite im Produkt selbst (materielle Gegenleistung) und auf der anderen Seite darin, dass er das Produkt zeitlich vor den Nicht-Investoren erhält (immaterielle Gegenleistung).¹¹ Im Rahmen des Crowdsponsoring bekommen die

⁷ Für einen Überblick vgl. z.B. Schwienbacher/Larralde (2012), S. 380 f.; Frydrych/Bock/Kinde/Koeck (2014), S. 249 f.; Moritz/Block (2014), S. 61 f.

⁸ Vgl. grundlegend zu den folgenden Ausführungen Trost/Fox/Heim (2017), S. 135 f.

⁹ Vgl. z.B. Frydrych/Bock/Kinde/Koeck (2014), S. 249; Mollick (2014), S. 3.

¹⁰ Vgl. z.B. Mollick (2014), S. 3.

¹¹ Vgl. Belleflamme/Lambert/Schwienbacher (2014), S. 586 f.

Kapitalgeber lediglich immaterielle Gegenleistungen wie z.B. die Nennung im Abspann eines finanzierten Films.¹²

Das spendenbasierte Modell (donation-based model) entspricht grundsätzlich dem klassischen Spenden sammeln¹³, so dass die Unterstützer keine finanziellen oder materiellen Gegenleistungen erhalten. Eine Überschneidung mit dem oben vorgestellten Konzept des Crowdsponsoring ergibt sich dann, wenn Danksagungen mit namentlicher Erwähnung der Kapitalgeber vorgesehen sind.¹⁴

Beim darlehensbasierten Modells (lending-based model), auch als Crowdlending bezeichnet, handelt es sich normalerweise um ein zeitlich befristetes Kreditverhältnis. Der Gläubiger erhält für die Überlassung der finanziellen Mittel einen Anspruch auf eine vorab festgelegte Verzinsung und auf Rückzahlung. Dies gilt auch dann, wenn das finanzierte Projekt Verluste erwirtschaftet. Damit ist Crowdlending nur für solche Projekte geeignet, die finanzielle Rückflüsse generieren. Typisch sind die nominell eher kleineren Beträge, welche die Kreditgeber zur Verfügung stellen.¹⁵ Hierbei sind grundsätzlich verschiedene Erscheinungsformen denkbar. Beim echten Crowdlending (einstufiges Modell) wird der Vertrag unmittelbar zwischen dem Kreditnehmer und dem Investor abgeschlossen. Die Crowdlending-Plattform tritt nur als Vermittler auf und prüft vor Veröffentlichung das zu finanzierende Projekt.¹⁶ Beim unechten Crowdlending fehlt die direkte Vertragsbeziehung zwischen Kapitalgeber und -nehmer. Der Kreditsuchende erhält das Darlehen durch ein Kreditinstitut, welches dann die daraus resultierenden Rückzahlungsansprüche an einzelne Investoren weiterveräußert und abtritt (zweistufiges Modell).¹⁷ Werden die Rückzahlungsansprüche nicht von dem Kreditinstitut selbst, sondern von einem Intermediär veräußert, spricht man vom dreistufigen Crowdlending. Des Weiteren besteht die Möglichkeit, dass Investoren Schuldverschreibungen anstatt der Rückzahlungsansprüche erwerben (indirektes Crowdlending).¹⁸

Das eigenkapitalbasierte Modell (equity-based model) bildet die direkte Beteiligung eines Investors an einem Projekt ab. Im Gegenzug erhält er eine Unternehmens- und Gewinnbeteiligung.¹⁹ In Abhängigkeit von der gewählten Rechtsform ergeben sich unterschiedliche Ausgestaltungsmöglichkeiten, welche Auswirkungen auf z.B. Rechtspersönlichkeit, Haftung, Geschäftsführungsbefugnis, Besteuerung sowie die Übertragung von Anteilen haben.²⁰ Auch diese Art der Finanzierung bietet sich nur an, wenn das Projekt monetäre Rückflüsse erwirtschaftet. Davon abzugrenzen ist der in Deutschland etablierte Begriff des

¹² Vgl. Hemer/Schneider/Dornbusch/Frey (2011), S. 53; Moritz/Block (2014), S. 61;

¹³ Vgl. Mollick (2014), S. 3.

¹⁴ Vgl. Moritz/Block (2014), S. 61; Fox/Müllerleile/Joenssen (2015), S. 4.

¹⁵ Vgl. z.B. Mollick (2014), S. 3 sowie ausführlich z.B. Allison/Davis/Short/Webb (2015), S. 53 ff.

¹⁶ Vgl. Renner (2014), S. 263.

¹⁷ Vgl. Renner (2014), S. 262; Polke (2015), S. 29.

¹⁸ Vgl. Riethmüller (2015), S. 1456.

¹⁹ Vgl. Frydrych/Bock/Kinde/Koeck (2014), S. 249; Mollick (2014), S. 3.

²⁰ Vgl. z.B. Fox/Müllerleile/Joenssen (2015), S. 4.

Crowdinvesting, welcher in der Regel als Oberbegriff Eigenkapital und Mezzanine-Kapital²¹ umfasst²². Hierbei soll der Tatsache Rechnung getragen werden, dass in Deutschland im Rahmen des Crowdfunding neben reinem Eigenkapital vor allem Mezzanine-Kapital bedeutsam ist²³, welches eine eigenkapitalverwandte erfolgsabhängige Vergütung beinhaltet²⁴.

Aus nachvollziehbaren Gründen beschränkt sich diese Arbeit auf die Bereiche Crowdlending und Crowdinvesting. So ist ein Sekundärmarkt für das spendenbasierte Modell ausgeschlossen, da aufgrund fehlender Rückflüsse keine Basis für einen Handel besteht. Auch im Rahmen des belohnungsbasierten Modells ist es eher unwahrscheinlich, dass ein liquider Zweitmarkt entstehen kann, da die Rückflüsse aus nicht-monetären Gegenleistungen (immateriell oder materiell) bestehen. Ähnlich dem spendenbasierten Modell ist der Handel immaterieller Gegenleistungen grundsätzlich schwer vorstellbar bzw. in der Abwicklung kaum möglich. Beispielsweise müssten Danksagungen zurückgenommen oder namentliche Erwähnungen ausgetauscht werden. Dies klingt eher unrealistisch. Im Rahmen der materiellen Gegenleistungen, welche man in Standardprodukte, Produkte und Dienstleistungen sowie sonstige Gegenleistungen unterscheiden kann²⁵, treten ähnliche Probleme auf. So scheint die Bereitschaft von Fans und Freunden zunächst gering, Präsente, wie Kuschelschreiber, T-Shirts oder Autogramme²⁶, zu veräußern. Aber auch die eigentlichen Produkte und Dienstleistungen als Ergebnis des Projektes werden durch die Kapitalgeber normalerweise nicht erworben, um sie gleich weiter zu veräußern. Dies kann zum einen darin begründet liegen, dass man vor der Investition nicht sicher sein kann, ob man das Produkt oder die Dienstleistung auch wirklich erhält, und zum anderen haben viele Kapitalgeber eben das Ziel, ein Produkt oder eine Dienstleistung zeitlich vor den Nicht-Investoren zu erhalten²⁷.

Im Weiteren ist zu beachten, dass sich Crowdfunding-Projekte²⁸ mit monetären Gegenleistungen durch verschiedene finanzierungsrelevante Eigenschaften auszeichnen, welche beim Handel auf Sekundärmärkten berücksichtigt werden müssen. Hierzu gehört, dass die Finanzierungen regelmäßig nur kleinere Volumina aufweisen und selten im zweistelligen Millionenbereich liegen. Ähnliches gilt für die Höhe der einzelnen Investitionsbeträge.²⁹ Infolgedessen sind nur solche Sekundärmärkte geeignet, bei denen die Transaktionskosten eher gering sind und der Aufbau einer Infrastruktur nicht allzu kostenintensiv ist. Damit scheiden klassische Wertpapierbörsen³⁰ als Handelsplätze mutmaßlich aus.

²¹ Vgl. ausführlich zu Mezzanine-Kapital Abschnitt 2.2.

²² Vgl. Klöhn/Hornuf (2012), S. 239; Meschkowski/Wilhelmi (2013), S. 1411; Moritz/Block (2014), S. 62; Hornuf/Schwienbacher (2015), S. 5.

²³ Vgl. auch crowdfunding.de (2019), S. 3 ff. zur aktuellen Situation des deutschen Crowdinvesting-Marktes.

²⁴ Vgl. z.B. Klöhn/Hornuf (2012), S. 239; Meschkowski/Wilhelmi (2013), S. 1411; Moritz/Block (2014), S. 62.

²⁵ Vgl. Trost/Fox/Heim (2017), S. 142.

²⁶ Vgl. Trost/Fox/Heim (2017), S. 142.

²⁷ Vgl. Belleflamme/Lambert/Schwienbacher (2014), S. 586 f.

²⁸ Bei Crowdfunding-Projekten handelt es sich mittlerweile nicht mehr nur ausschließlich um innovative Projekte, sondern es werden auch „klassische“ Investitionsobjekte, wie z.B. Immobilien, über Crowdfunding finanziert.

²⁹ Vgl. Fox/Müllerleile/Joensen (2015), S. 3.

³⁰ Vgl. dazu Kapitel 3.

Fasst man diese Überlegungen zusammen, müssen neben reinem Eigen- und Fremdkapital die verschiedenen Formen an Mezzanine-Kapital näher untersucht werden, um entsprechende Instrumente herauszuarbeiten, welche für den Handel an Sekundärmärkten in Frage kommen. Zudem sind die rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland zu analysieren, welche den Handel beeinflussen könnten.³¹

2.2 Grundlagen der Mezzanine-Finanzierung

Mezzanine-Kapital stellt eine Form der Außenfinanzierung dar, bei der hinsichtlich der Rechtsstellung des Kapitalgebers eine Stellung „zwischen“ Eigen- und Fremdkapital eingenommen wird.³² Dabei handelt es sich nicht um ein spezifisches Finanzierungsinstrument, vielmehr werden damit alle Finanzierungsmöglichkeiten bezeichnet, deren Ausgestaltung bilanziell und haftungsrechtlich die genannte Zwischenposition nach sich zieht.³³ Mezzanine-Kapital lässt sich in private (Private Mezzanine) und am Kapitalmarkt (Public Mezzanine) platzierte Instrumente sowie in eigenkapitalähnliche (Equity Mezzanine), hybride und fremdkapitalähnliche (Debt Mezzanine) Formen unterscheiden.³⁴ Neben Vorzugsaktien werden unter Equity Mezzanine vor allem Genussrechte und atypisch stille Beteiligungen verstanden, wohingegen fremdkapitalähnliches Mezzanine-Kapital in der Regel typisch stille Beteiligungen, nachrangige und partiarische Darlehen sowie Verkäuferdarlehen (Seller's Notes, Vendor Loans)³⁵ darstellen. Bei hybriden Formen werden die Eigenschaften so vermischt, dass man für keine der beiden klassischen Kapitalarten eine größere Nähe feststellen kann. Hierbei handelt es sich um Wandel- und Optionsanleihen.³⁶ Damit sind im weiteren Sinne unter Mezzanine-Kapital alle Finanzierungstitel zu fassen, die nicht vorrangiges besichertes Fremdkapital (Senior Debt) oder nicht voll stimmberechtigtes Eigenkapital sind. Sie weisen infolgedessen ein erwartetes Risiko und eine erwartete risikoadäquate Rendite auf, die zwischen den Werten von Eigen- und Fremdkapital liegen.³⁷ Die Abbildung 2 bildet diesen Zusammenhang grafisch ab.

³¹ Vgl. grundlegend zu den nachfolgenden Ausführungen über Mezzanine-Kapital Fox/Müllerleile/Joensen (2015), S. 5 ff.; Fox/Schonert (2017), S. 566 ff.

³² Vgl. Link (2002), S. 8; Dörscher/Hinz (2003), S. 606; Nelles/Klusemann (2003), S. 1; Werner (2007), S. 21.

³³ So auch Werner (2007), S. 21.

³⁴ Vgl. Gereth/Schulte (1992), S. 67 ff.; Golland (2000), S. 35; Link/Reichling (2000), S. 267 f.; Nelles/Klusemann (2003), S. 7 f.

³⁵ Verkäuferdarlehen werden vor allem bei Übernahmefinanzierungen eingesetzt. Hierbei wird im Grunde ganz oder teilweise der Kaufpreis durch den Unternehmensverkäufer gestundet. Diese Stundung erfolgt durch die Gewährung eines Darlehens an den Käufer. Oft wird durch den Einsatz dieses Finanzierungsinstruments eine Transaktion erst möglich, wobei der Unternehmensverkäufer neben dem Zahlungsrisiko in Folge der Nachrangigkeit auch ein unternehmerisches Risiko trägt; vgl. dazu ausführlich z. B. Link/Reichling (2000), S. 268; Häger/Elkemann-Reusch (2007), S. 27 f. m.w.N. Da Unternehmenstransaktionen nicht im Fokus dieser Betrachtungen stehen, soll das Verkäuferdarlehen im Folgenden nicht weiter berücksichtigt werden.

³⁶ Vgl. Golland (2000), S. 35; Link/Reichling (2000), S. 267 f.; Dörscher/Hinz (2003), S. 606 f.; Nelles/Klusemann (2003), S. 7 f.; Volk (2003), S. 1226; Kamp/Solmecke (2005), S. 621; Häger/Elkemann-Reusch (2007), S. 24 ff.

³⁷ Vgl. Dörscher/Hinz (2003), S. 606 f.; Werner (2007), S. 31.

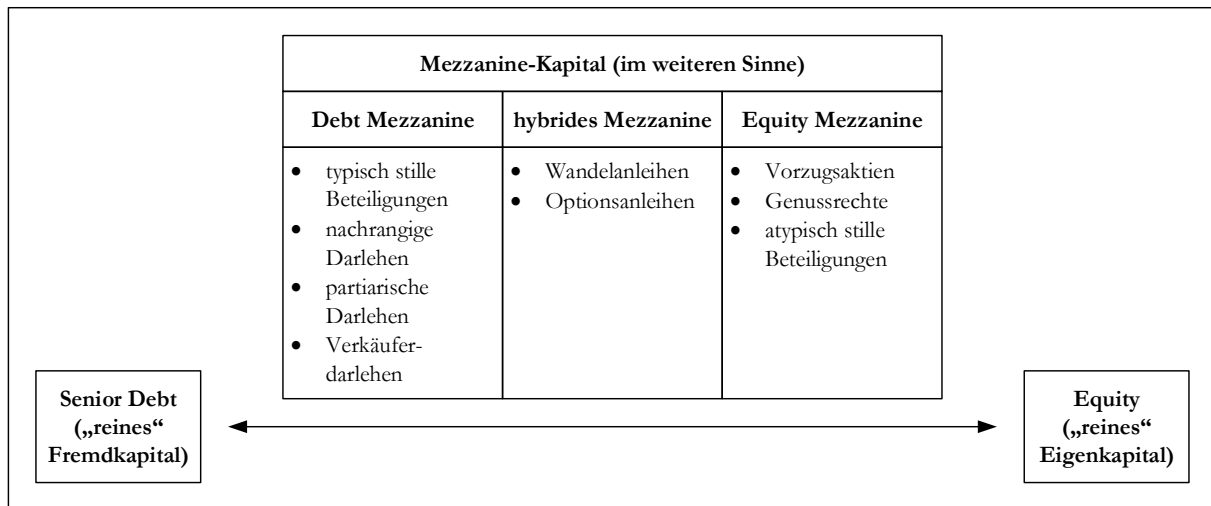


Abbildung 2: Mezzanine-Kapital nach Rechtsstellung in Deutschland

Quelle: Fox/Trost (2012), S. 220

Mezzanine Finanzierungsinstrumente stellen individuell gestaltete Konstruktionen dar, die zur Lösung spezifischer Finanzierungsprobleme beitragen sollen und Zusatzrechte bzw. Zusatzpflichten strukturiert miteinander kombinieren.³⁸ Trotz dieser Flexibilität sind sie regelmäßig durch folgende konzeptionellen Merkmale gekennzeichnet:³⁹

- Bedienung vorrangig vor dem Eigenkapital (Ausschüttung), aber nachrangig gegenüber normalem Fremdkapital (Zins und Tilgung),
- Kapitalkosten höher als bei regulärem Fremdkapital und niedriger als die von den Eigenkapitalgebern erwartete Rendite,
- Vergütung für die Kapitalüberlassung setzt sich zusammen aus einem festen Zins (wie beim Fremdkapital) und einer erfolgsabhängigen Komponente,
- Kapitalüberlassung zeitlich befristet (meist mittel- bis langfristig),
- meist Verzicht auf Sicherheiten, aber Vereinbarung von Berichts- und Verhaltenspflichten (sogenannte Covenants).

Die Verträge sind stets so gestaltet, dass es sich bei der fixen Komponente der Vergütung steuerlich um Zinszahlungen handelt, die also seitens des Kapitalnehmers als Betriebsaufwand steuerlich abzugsfähig sind. Die als Kicker-Komponente bezeichnete⁴⁰ erfolgsabhängige Komponente kann verschiedene Erscheinungsformen annehmen: Ein Equity-Kicker koppelt die erfolgsabhängige Sonderzahlung dergestalt an die Unternehmenswertentwicklung, dass bestimmte Rechte zum Erwerb von Eigenkapital, zur Um-

³⁸ So auch Link (2002), S. 7; Volk (2003), S. 1226.

³⁹ Vgl. exemplarisch Gereth/Schulte (1992), S. 9 ff.; Golland (2000), S. 35 f.; Dörscher/Hinz (2003), S. 608; Nelles/Klusemann (2003), S. 6 f.; Volk (2003), S. 1225 f.; Häger/Elkemann-Reusch (2007), S. 23 f.; Werner (2007), S. 22 f.

⁴⁰ Vgl. Jänisch/Moran/Waibel (2002), S. 2451; Nelles/Klusemann (2003), S. 7; Elser/Jetter, (2005), S. 632 ff.

wandlung von Fremd- in Eigenkapital oder auch auf Teilnahme an zukünftigen Kapitalerhöhungen bei Fälligkeit des Mezzanine-Darlehens verabredet werden. Folge einer Ausübung dieser Options- und Wandelrechte durch die Kapitalgeber ist die Verwässerung der Gesellschafteranteile der Alteigentümer. Wenn die Altgesellschafter eine mögliche Verwässerung vermeiden wollen, sollte ein Non-Equity-Kicker vereinbart werden. Dieser stellt eine einmalige Sonderverzinsung des zur Verfügung gestellten Kapitals dar, deren Höhe vom Erfolg des Unternehmens abhängt. Somit wird kein Gesellschafterverhältnis begründet. Wird eine solche unternehmenswertabhängige Sonderzahlung regelmäßig in Barmitteln vorgenommen, spricht man von einem virtuellen Equity-Kicker. Hier wird der Investor für die Dauer der Kapitalüberlassung finanziell so gestellt, als ob er Eigentümer geworden wäre, ohne dass er ein solcher ist⁴¹.

Im Allgemeinen wird Mezzanine-Kapital als ein Instrument der sogenannten Gap-Finanzierung angesehen⁴². Eine Gap-Finanzierung deckt den Finanzierungsbedarf, welcher voraussichtlich nur über einen begrenzten Zeitraum besteht und durch Eigen- und Fremdkapital nicht gedeckt werden kann. Typische Anwendungsgebiete stellen unter anderem Wachstumsfinanzierungen, Brückenfinanzierungen bis zum Börsengang und die Sicherung von Projekt- und Sanierungsfinanzierungen dar.⁴³ Oftmals wird hierbei argumentiert, dass das Unternehmen einen gewissen Reifegrad erreicht haben soll, damit Erfahrungswerte bezüglich der unternehmerischen Entwicklung für die Investoren vorhanden sind, da sie aufgrund der Nachrangigkeit ein erhöhtes Risiko im Vergleich zu Fremdkapitalgebern eingehen. Solche Erwägungen scheinen aktuell jedoch beim *Crowdfunding* in Deutschland keine Rolle zu spielen, da hier mezzanine Finanzierungsinstrumente eine wichtige Rolle am Markt einnehmen.⁴⁴

2.3 Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland

Beim Crowdfunding mit monetären Gegenleistungen gelten die allgemeinen Vorgaben des Bank-, Kapitalmarkt- und Gewerberechts⁴⁵, wobei vor allem solche Faktoren von Bedeutung sind, die Einfluss auf die Kosten der Finanzierung haben. An erster Stelle steht hier die Prospektspflicht. Für Crowdfunding-Projekte, die als nicht in Wertpapieren verbriefte Vermögensanlagen angeboten werden, ist vor allem § 2a VermAnlG von Bedeutung. Danach unterliegen partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und „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“⁴⁶ bis zu einer Finanzierungssumme von 2,5 Mio. EUR keiner Prospektspflicht, wenn gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG der Verkaufspreis der angebotenen Anteile innerhalb eines Jahres diese Summe nicht über-

⁴¹ Vgl. z.B. Nelles/Klusemann (2003), S. 7; Elser/Jetter (2005), S. 632 ff.; Werner (2007), S. 42 f.

⁴² Vgl. Werner (2007), S. 23.

⁴³ Vgl. z.B. Jänisch/Moran/Waibel (2002), S. 2451 sowie ausführlich Häger/Elkemann-Reusch (2007), S. 59 ff. m.w.N.

⁴⁴ Vgl. Crowdfunding.de (2019), S. 3 ff.

⁴⁵ Vgl. Klöhn/Hornuf (2012), S. 246. Für eine ausführliche Darstellung der Rechtslage in Deutschland sei z.B. auf Klöhn/Hornuf (2015), S. 47 ff.; Riethmüller (2015), S. 1451 ff. verwiesen.

⁴⁶ Dies gilt aber gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG nur dann, sofern die Annahme der Gelder nicht als Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG zu qualifizieren ist.

schreitet. Für alle anderen Finanzierungsinstrumente gilt gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 3b VermAnlG eine Grenze von 100.000 EUR im Jahr. Diese Befreiung gilt allerdings nur, wenn die Anlageberatung oder -vermittlung entsprechend § 2a Abs. 3 VermAnlG über eine Internetplattform erfolgt. Gleichzeitig gilt gemäß § 2a Abs. 3 VermAnlG eine Investitionsgrenze von 1.000 EUR pro Anleger und Emission, wobei dieser Wert auf maximal 10.000 EUR steigen kann, „wenn der Anleger gegenüber der Plattform in Form einer Selbstauskunft nachweist, dass er entweder über ein frei verfügbares Vermögen von mindestens 100.000 EUR verfügt oder dass sein Investment nicht den zweifachen Betrag seines durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens übersteigt“⁴⁷. Des Weiteren führen die rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland dazu, dass sich das unechte Crowdfunding durchgesetzt hat und keine direkte Vertragsbeziehung zwischen Kapitalgeber und -nehmer zustande kommt, sondern ein KWG-lizenziertes Kreditinstitut dazwischentritt.⁴⁸ Andernfalls würde die Plattform gemäß § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG i. V. m. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KWG eine schriftliche Erlaubnis der entsprechenden Aufsichtsbehörde benötigen, um Bankgeschäfte abwickeln zu können.⁴⁹ Jedoch sind diesen Schritt, wie angedeutet, in Deutschland bis jetzt die wenigsten Plattformen gegangen.⁵⁰ Für den gewerblichen Vertrieb des genannten Mezzanine-Kapitals (partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen) benötigen die Plattformen jedoch eine Erlaubnis nach § 34f Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 GewO.

2.4 Analyse des Einsatzes von Mezzanine-Kapital beim Crowdfunding

2.4.1 Problemstellung

Ein Blick auf die größten deutschen Crowdfunding-Plattformen zeigt, dass diese in der Mehrzahl auf die in § 2a VermAnlG bevorzugten Finanzierungsformen setzen.⁵¹ Dies ist im Hinblick auf die rechtlichen Rahmenbedingungen durchaus nachvollziehbar, da bei partiarischen Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstigen Darlehen bis zu einer Finanzierungssumme von 2,5 Mio. EUR keine Prospektpflicht besteht. Sollte nämlich eine Prospektpflicht greifen, dann wäre wahrscheinlich für den Großteil der Projekte eine Finanzierung über eine Crowdfunding-Plattform nicht realisierbar, da die Kosten in keinem sinnvollen Verhältnis zu den generierten finanziellen Mitteln stehen. So kann die Erstellung eines Emissionsprospektes leicht mehrere zehntausend Euro kosten.⁵² Aktuell scheint die Grenze von 2,5 Mio. EUR auch kein limitierender Faktor bei der Finanzierung der meisten Projekte darzustellen, wie ein Blick auf die Wachstumsraten im deutschen Crowdfunding-Markt zeigt.⁵³ Gegen die Emission von direkten Beteiligungen über Crowdfunding-Plattformen spricht die kaum oder gar nicht vorhandene Beziehung zwischen Kapitalgebern und -nehmern. So werden Innovatoren kaum einer Vielzahl ihnen i.d.R. nicht bekannter Personen Mitspracherechte an ihrer Unternehmung einräumen. Diese Herangehensweise funktioniert nur über

⁴⁷ Riethmüller (2015), S. 1454

⁴⁸ Vgl. Polke (2015), S. 29; Riethmüller (2015), S. 1456.

⁴⁹ Vgl. dazu ausführlich Riethmüller (2015), S. 1452 ff.

⁵⁰ Vgl. dazu die einzelnen Allgemeinen Geschäftsbedingungen der auf <https://www.crowdfunding.de/marktdaten> (Abruf am 13.06.2019) angegebenen Plattformen.

⁵¹ Siehe dazu die Übersicht unter: <https://www.crowdfunding.de/marktdaten> (Abruf am 13.06.2019).

⁵² Vgl. beispielhaft die Untersuchungen von Fox/Weimar (2014), S. 249 f.

⁵³ Vgl. Kapitel 1.

Wagniskapitalgeber, die das entsprechende Know-how mitbringen und eine entsprechende Bindung zum Unternehmen aufbauen. Demnach kommen auch Options- und Wandelanleihen konstruktionsbedingt nicht als Alternative in Frage. Auch Genussrechte⁵⁴ haben aufgrund der rechtlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Prospektspflicht kaum eine Bedeutung, obwohl sie sich aufgrund üblicherweise gering ausgebauter Kontroll- und Informationsrechte⁵⁵ gut mit den Interessen der Projektinitiatoren decken.⁵⁶ Gleichwohl überrascht, trotz der rechtlichen Bevorzugung von Mezzanine-Kapital, dessen große Bedeutung, da dieses eigentlich für Unternehmen in der Early Stage-Phase, welche einen typischen Bestandteil des Crowdfunding-Marktes darstellen, als eher ungeeignet angesehen wird⁵⁷. Hier scheint die große Anzahl an Privatinvestoren im Crowdfunding-Markt Wirkung zu zeigen, da bei diesen oftmals ein begrenzt rationales Verhalten vermutet wird.⁵⁸

2.4.2 Nachrangdarlehen

Das typische nachrangige Darlehen ist regelmäßig nicht besichert oder zweitrangig über die gleichen Vermögensgegenstände, welche das Senior Debt besichern.⁵⁹ Es kommt dem reinen Fremdkapital am nächsten und unterscheidet sich von diesem nur dadurch, dass ein Rangrücktritt vereinbart wird. Im Insolvenzfall erfolgt die Rückzahlung erst, nachdem die sonstigen Gläubiger bedient worden, wobei die Kapitalgeber an laufenden Verlusten nicht beteiligt werden.⁶⁰ Die Verzinsung liegt infolge des Rangrücktritts und des damit verbundenen höheren Risikos über der von besichertem Fremdkapital und erfolgt idealtypisch als feste Verzinsung.⁶¹ Die Laufzeit bei nachrangigen Darlehen beträgt in der Regel 5 bis 15 Jahre.⁶² Wie bei anderen Darlehen sind keine Mitwirkungs- und Kontrollrechte für den Gläubiger vorgesehen, da dies ein Gesellschafterverhältnis voraussetzen würde. Die Kapitalgeber werden jedoch die Vereinbarung von bestimmten Berichts- und Verhaltenspflichten (Covenants) einfordern, um die Informationstransparenz zu erhöhen.

⁵⁴ Die Basis für Genussrechte stellt ein schuldrechtlicher Vertrag dar, in dem das emittierende Unternehmen dem Inhaber als Gegenleistung für die Kapitalüberlassung Vermögensrechte einräumt, die eigentlich nur Gesellschaftern zustehen (z.B. das Recht auf Anteil am Gewinn). Dabei wird regelmäßig die Höhe der Vergütung an die Höhe des Gewinns gekoppelt. Es kann jedoch auch eine Teilnahme an möglichen Verlusten vereinbart werden, welche sich dann meist in einer verminderten Rückzahlung der Genussrechte widerspiegelt. Gleichzeitig werden keinerlei Mitverwaltungsrechte bzw. Mitgliedschaftsrechte, insbesondere Stimmrechte, gewährt. Somit fehlt bei Genussrechten das Zusammenwirken von Kapitalgebern und -nehmern zu einem gemeinsamen Zweck; vgl. dazu ausführlich z.B. Rid-Niebler (1989), S. 3 f. m.w.N.; Frantzen (1993), S. 2 f. m.w.N.; Sethe (1993), S. 297; Elser/Jetter (2005), S. 627; Harrer/Jansen/Halbig (2005), S. 1; Heinemann/Kraus/Schneider (2006), S. 172 f.; Häger/Elkemann-Reusch (2007), S. 212; Werner (2007), S. 84.

⁵⁵ Vgl. die Ausführungen von Elser/Jetter (2005), S. 628 m.w.N.

⁵⁶ Einschränkung muss jedoch erwähnt werden, dass die fehlende Standardisierung trotz der vorhandenen Flexibilität ein nicht zu unterschätzendes Problem darstellt, da hiermit auch eine hohe Komplexität bei der Ausgestaltung und in der Folge eine relativ hohe Rechtsunsicherheit verbunden ist; vgl. Nelles/Klusemann (2003), S. 8; Sethe (1993), S. 297.

⁵⁷ Vgl. z.B. Jänisch/Moran/Waibel (2002), S. 2451; Häger/Elkemann-Reusch (2007), S. 59 ff. m.w.N.

⁵⁸ Vgl. dazu Trost/Fox/Heim (2017), 137 f.

⁵⁹ Vgl. Häger/Elkemann-Reusch (2007), S. 183; Werner (2007), S. 118.

⁶⁰ Vgl. Link (2002), S. 18; Nelles/Klusemann (2003), S. 7; Elser/Jetter (2005), S. 626; Werner (2007), S. 116.

⁶¹ Vgl. Link/Reichling (2000), S. 267; Nelles/Klusemann (2003), S. 7; Kamp/Solmecke (2005), S. 622.

⁶² Vgl. z. B. Nelles/Klusemann (2003), S. 7 f.; Häger/Elkemann-Reusch (2007), S. 25 f.

Insgesamt ist festzustellen, dass nachrangige Darlehen für die Finanzierung von Crowdfunding-Projekten grundsätzlich in Frage kommen. Ein entscheidender Vorteil ist der durch die Nachrangigkeit bedingte eigenkapitalähnliche Charakter. Dies führt dazu, dass nachrangige Darlehen bei der Bilanzanalyse als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet werden können. Dadurch verbessert sich die Eigenkapitalquote und die Aufnahme von weiterem Fremdkapital wird erleichtert.⁶³ Vorteilhaft erscheint zudem, dass sich nachrangige Darlehen mittels der Nachrangabrede nahtlos in die vorhandene Rückflussstruktur einbauen lassen⁶⁴ und durch den Fremdkapitalcharakter auch keine potenzielle Anteilsverwässerung gegeben ist. Aus Kapitalgebersicht scheint die Verwendung von klassischen Nachrangdarlehen bei der Finanzierung von innovativen Projekten wenig zielführend, da so die Investoren am potenziell großen Wachstum der Unternehmung nicht teilhaben können. Trotzdem werden diese regelmäßig im Rahmen des Crowdfunding eingesetzt.⁶⁵

2.4.3 Partiarische Darlehen

Ein partiarisches Darlehen ähnelt dem nachrangigen Darlehen, wobei jedoch als Vergütung für die Kapitalüberlassung eine Erfolgsbeteiligung gemessen an einer bestimmten Bezugsgröße, wie dem Gewinn oder Umsatz, vereinbart wird. Damit sind die Zinszahlungen in ihrer absoluten Höhe nicht determiniert. Dies ist grundsätzlich die einzige eigenkapitalähnliche Eigenschaft des partiarischen Darlehens. Beteiligungen an einer etwaigen Wertsteigerung des Unternehmens oder ggf. am Liquidationserlös sind ebenso wenig vorgesehen wie andere über den Gewinnanteil hinausgehende Vermögensrechte.⁶⁶ Damit stellt das partiarische Darlehen prinzipiell Fremdkapital dar. Bei der Verzinsung sind grundsätzlich die gleichen Ausgestaltungen wie bei Nachrangdarlehen möglich. So können die Zahlungen periodisch oder endfällig oder in einer Kombination dieser beiden Varianten erfolgen, wobei die genaue Ausgestaltung frei vereinbar ist. Die üblichen Laufzeiten liegen ähnlich wie bei nachrangigen Darlehen mit 5 bis 15 Jahren im mittel- bis langfristigen Bereich.⁶⁷

Der Vorteil bei der Finanzierung über partiarische Darlehen liegt für die Initiatoren von Crowdfunding-Projekten darin, dass je nach Ausgestaltung des Darlehensvertrages die kompletten oder ein Teil der Zinszahlungen nur geleistet werden muss, wenn ein ausreichendes Ergebnis bei den jeweiligen Bezugsgrößen erzielt worden ist. So werden die Darlehensnehmer häufig eine Aufteilung in eine fixe Basisverzinsung und einen erfolgsabhängigen Zusatzbestandteil bevorzugen, der den grundsätzlichen Vorteil des partiarischen Darlehens mit einer gewissen Planungssicherheit kombiniert. Auch aus Sicht der Kapitalgeber hat dies Vorteile, wird damit doch eine gewisse Mindestrendite gewährleistet. Ohne eine solche Aufteilung

⁶³ So auch Nelles/Klusemann (2003), S. 7.

⁶⁴ Vgl. Smerdka (2003), S. 31 f.

⁶⁵ Für eine Übersicht der angebotenen Finanzierungsformen der einzelnen Crowdfunding-Plattformen, welche in Deutschland auftreten, vgl. <https://www.crowdfunding.de/marktdaten> (Abruf am 13.06.2019).

⁶⁶ Vgl. Link/Reichling (2000), S. 268; Link (2002), S. 21; Smerdka (2003), S. 16 f.; Elser/Jetter (2005), S. 626 f.; Werner (2007), S. 61.

⁶⁷ Vgl. z. B. Nelles/Klusemann, (2003), S. 7 f.; Häger/Elkemann-Reusch (2007), S. 25 f.

kann es passieren, dass sie in manchen Zeiträumen überhaupt kein Entgelt für die Kapitalüberlassung erhalten. Obwohl das Unternehmen damit einen Teil des Unternehmensrisikos auf den Kapitalgeber abwälzt, kann die Vereinbarung auch für Letzteren durchaus attraktiv sein, da er auf der anderen Seite an einer möglichen Aufwärtsentwicklung des Unternehmens teilnimmt und in diesem Fall eine höhere Rendite als mit der Vergabe eines nachrangigen Darlehens erzielt. Die Kapitalnehmer müssen sich allerdings darüber im Klaren sein, dass die Kapitalgeber Kenntnisse über die jeweils aktuelle Unternehmenslage benötigen und sich Erwartungen bezüglich des Entwicklungspotenzials des Unternehmens bilden müssen. Sie werden daher mit dem Ziel des Abbaus von Informationsasymmetrien umfangreiche Informationen bezüglich der Innovation einfordern. Hierbei besteht jedoch der Vorteil, dass die Innovatoren keine Rechte abgeben müssen und die volle Kontrolle über das Projekt behalten können. Ein partiarisches Darlehen enthält in seiner Grundform keine Rangrücktrittsvereinbarung.⁶⁸ Wird eine solche getroffen, treten ergänzend die Vorteile des Nachrangdarlehens⁶⁹ auf. So kann es dann individuell in eine bestehende Rückflussstruktur eingepasst werden und es besteht die Möglichkeit, dass partiarische Darlehen je nach Ausgestaltung die wirtschaftliche Eigenkapitalausstattung erhöhen.⁷⁰

2.5 Zwischenfazit

Aus den vorangegangenen Überlegungen lässt sich ableiten, dass für die weiteren Untersuchungen nur drei Finanzierungsformen vor dem Hintergrund einer möglichen Handelbarkeit an Sekundärmärkten untersucht werden müssen. Hierbei handelt es sich um reine Fremdkapitalkonstruktionen sowie um Nachrangdarlehen und partiarische Darlehen. Direkte Beteiligungen eignen sich aufgrund der Prospektspflicht ab 100.000 EUR infolge der damit verbundenen Kosten für Crowdfunding-Finanzierungen in Deutschland eher nicht, wobei sie natürlich nicht ausgeschlossen sind. Des Weiteren führen die rechtlichen Rahmenbedingungen dazu, dass die maximale handelbare Summe pro Projekt auf 2,5 Mio. EUR gedeckelt sein wird, da bei größeren Finanzierungssummen wiederum die Prospektspflicht greift. Infolgedessen müssen Wege des Handels gefunden werden, welche zu möglichst geringen Transaktionskosten führen.

3 Grundlagen zu Finanzmärkten

3.1 Systematisierung und Funktionen des Finanzmarktes

Finanzmärkte stellen den Oberbegriff für alle Märkte dar, auf denen Finanzkontrakte ohne die Einbeziehung von Realgütern gehandelt werden.⁷¹ Solche Finanzkontrakte bilden Verträge über die Ansprüche auf gegenwärtige oder zukünftige Zahlungen ab.⁷² Hierbei kann eine Unterteilung in Geldmarkt, Kapitalmarkt,

⁶⁸ Vgl. Jänisch/Moran/Waibel (2002), S. 2452.

⁶⁹ Vgl. Abschnitt 2.4.2.

⁷⁰ Vgl. Elser/Jetter (2005) S. 626 f.

⁷¹ Vgl. z.B. Tolkmitt (2007), 20; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2019), S. 2.

⁷² Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2019), S. 2.

Kreditmarkt und Devisenmarkt⁷³ erfolgen.⁷⁴ Auf dem Geldmarkt werden im Gegensatz zum Kapitalmarkt nur kurzfristige Finanzinstrumente gehandelt. Dieser kann in den Bankengeldmarkt (Geldmarktpapiere und Zentralbankguthaben) sowie den Unternehmensgeldmarkt (Industrieclearing und Konzernclearing) unterteilt werden.⁷⁵ Die Handelsobjekte können in unverbriefte (Buchgeld) oder verbrieft (Geldmarktpapiere⁷⁶) Form haben. Als Marktteilnehmer treten institutionelle Anleger wie Zentralbanken oder Kreditinstitute auf.⁷⁷ Der Kapitalmarkt dient dagegen der mittel- bis langfristigen Kapitalanlage und -aufnahme verbrieft⁷⁸, infolgedessen sich dieser eindeutig vom Kreditmarkt abgrenzt, der ausschließlich individuelle bilaterale Kreditbeziehungen umfasst, die damit unverbrieft sind.⁷⁹ Die nachfolgende Abbildung fasst die Zusammenhänge noch einmal zusammen:

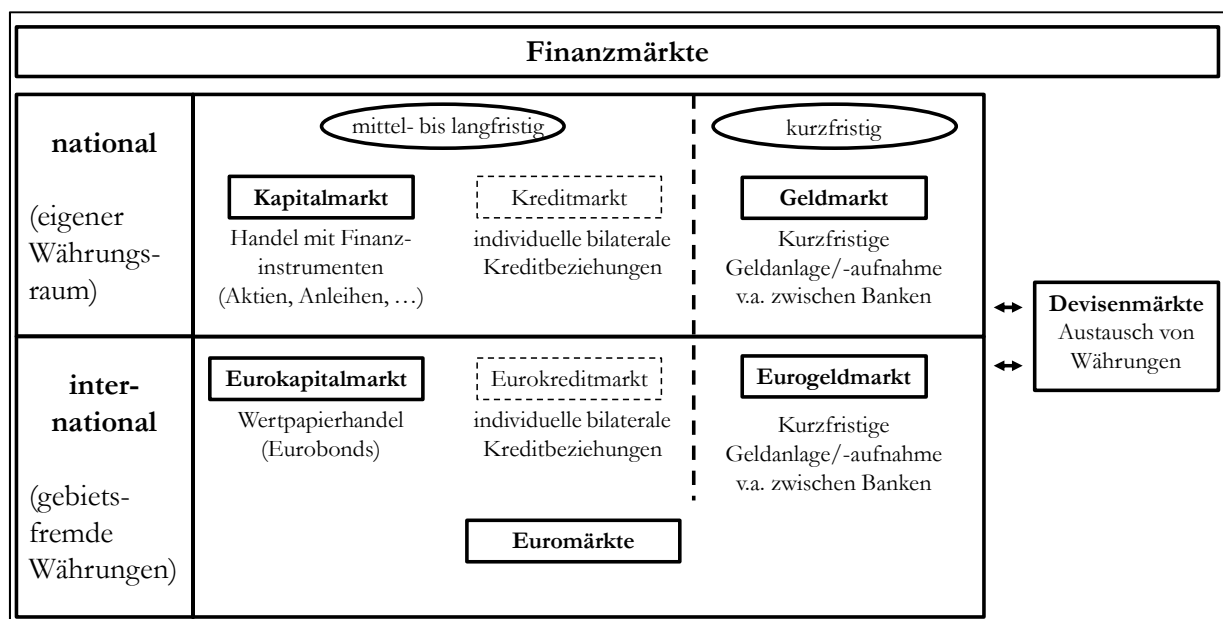


Abbildung 3: Systematisierung von Finanzmärkten

Quelle: eigene Darstellung

An der Wertpapierbörse ist der Primärmarkt der Markt für die Neuemissionen von Wertpapieren. Den darauffolgenden Handel bezeichnet man als Sekundärmarkt.⁸⁰ Zudem erfüllen Finanzmärkte verschiedene

⁷³ Auf dem Devisenmarkt werden ausschließlich Devisen (auf Fremdwährung lautende ausländische Zahlungsforderungen) und keine Sorten (ausländische gesetzliche Zahlungsmittel, wie Banknoten oder Münzen) gehandelt; vgl. z.B. Bösch (2016), S. 513 ff.; Tolkmitt (2007), S. 21.

⁷⁴ Vgl. für eine Abgrenzung zu den einzelnen Formen sowie zu einzelnen Abgrenzungskriterien, wie Fristigkeiten, Handelsobjekte, Teilnehmer oder Organisationsgrad, z.B. Tolkmitt (2007), S. 21 ff.

⁷⁵ Vgl. dazu Perridon/Steiner/Rathgeber (2017), S. 184.

⁷⁶ Dies können z.B. Schatzanweisungen oder Schatzwechsel von öffentlichen Schuldner oder Wechsel von privaten Schuldner sein.

⁷⁷ Vgl. Ostendorf (2014), S. 318.

⁷⁸ Vgl. dazu Perridon/Steiner/Rathgeber (2017), S. 183 f.

⁷⁹ Vgl. z.B. Tolkmitt (2007), S. 21.

⁸⁰ Vgl. z.B. Tolkmitt (2007), S. 75.

Funktionen, welche durch sogenannte Finanzintermediäre, wie z.B. Banken oder Versicherungsmakler, realisiert werden:⁸¹

- Koordinations-, Allokations- und Auswahlfunktion,
- Transformation der Beträge (Losgrößen-Transformation),
- Transformation der Fristen,
- Transformation der Risiken.

Im Rahmen der Koordinations-, Allokations- und Auswahlfunktion werden Angebot und Nachfrage zusammengeführt und ausgeglichen. Zudem können bestimmte Zugangsbeschränkungen für Marktteilnehmer erlassen werden, so dass nur Teilnehmer am Markt auftreten dürfen, die bestimmte Anforderungen erfüllen.⁸² Da Kapitalgeber und -nehmer normalerweise unterschiedliche Kapitalbeträge handeln wollen und unterschiedliche Vorstellungen hinsichtlich der Laufzeiten haben, sorgt der Finanzmarkt für einen Ausgleich zwischen den divergierenden Interessen (Losgrößen- und Fristentransformation).⁸³ Des Weiteren erfolgt durch Finanzmärkte eine Risikotransformation, um auch hinsichtlich des Risikos den individuellen Interessen der Marktteilnehmer zu entsprechen. Dies kann durch Risikoreduktion oder Risikoaufspaltung erfolgen.⁸⁴ Aufbauend auf diesen Erkenntnissen soll im Folgenden geklärt werden, wie Kapitalmärkte segmentiert werden können, um mögliche Handelsplätze für die einzelnen Instrumente beim Crowdfunding herausarbeiten zu können.

3.2 Systematisierung von Handelsplätzen in Deutschland

Auf Kapitalmärkten kann zwischen dem börslichen und dem außerbörslichen Handel unterschieden werden.⁸⁵ Des Weiteren ist eine Unterscheidung zwischen Kassa- und Termingeschäften möglich. Bei Kassageschäften erfolgt die Erfüllung „umgehend“⁸⁶ nach Abschluss des Geschäftes. Bei Termingeschäften fallen dagegen Vertragsabschluss und -erfüllung zeitlich auseinander.⁸⁷ Termingeschäfte werden auch als derivative Finanzinstrumente bezeichnet, da sie sich immer auf einen originären Basiswert (Underlying) beziehen. Sie können entweder unbedingt oder bedingt erfolgen. Bei ersterem findet der Handel auf jeden Fall statt. Bei letzterem besitzt eine der beiden Parteien das Wahlrecht, den Kontrakt ohne Ausübung verfallen zu lassen.⁸⁸ Börsen sollen bestimmte Funktionen erfüllen, welche beim außerbörslichen Handel je nach Ausgestaltung nur teilweise oder gar nicht gewährleistet werden können:⁸⁹

⁸¹ Vgl. Tolkmitt (2007), S. 3 f.; Bitz/Stark (2015), S. 7; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2019), S. 4.

⁸² Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2019), S. 4.

⁸³ Vgl. Bitz/Stark (2015), S. 3; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2019), S. 5.

⁸⁴ Vgl. dazu ausführlich Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2019), S. 7 ff.

⁸⁵ Vgl. Beike/Schlütz (2015), S. 45.

⁸⁶ Die „umgehende“ Erfüllung meint normalerweise eine Zeitspanne von maximal zwei Tagen nach Abschluss des Geschäftes; vgl. Beike/Schlütz (2015), S. 253.

⁸⁷ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2017), S. 184.

⁸⁸ Vgl. auch Beike/Schlütz (2015), S. 253.

⁸⁹ Vgl. zu den einzelnen Funktionen von Börsen z.B. Beck/Seitz (2001), S. 39; Hockmann/Thießen (2014), S. 561; Perridon/Steiner/Rathgeber (2017), S. 432 f.

- Marktfunktion
- Bewertungs- und Informationsfunktion
- Sicherungsfunktion.

Im Rahmen der *Marktfunktion* sollen Angebot und Nachfrage möglichst schnell und zu niedrigen Transaktionskosten zusammengeführt werden. Es soll also Liquidität geschaffen werden. Ziel der zweiten Funktion ist es, aktuelle Marktpreise zu bestimmen und somit Markttransparenz herzustellen. Die Absicherung der Anleger durch Regularien und Aufsicht ist das Ziel der *Sicherungsfunktion*. Handelsplätze können dabei gemäß der Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) wie folgt differenziert werden:⁹⁰

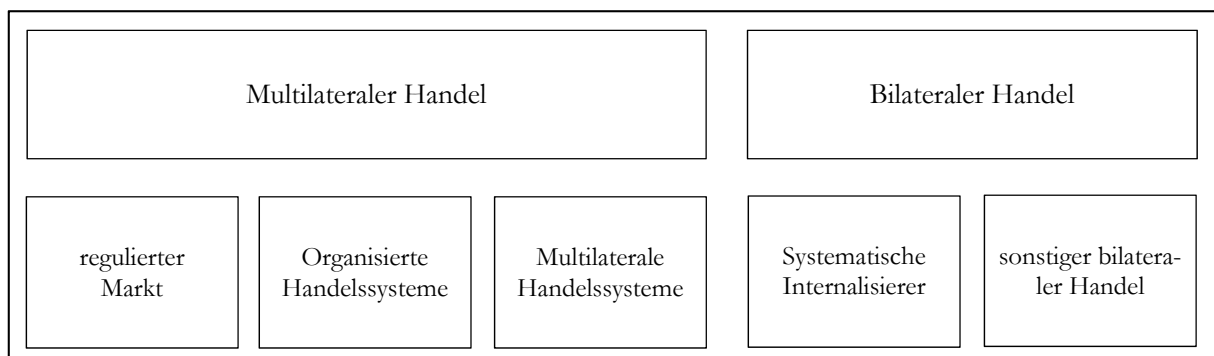


Abbildung 4: Systematisierung der Marktstruktur nach MiFID II

Quelle: in Anlehnung an Fink (2013), S. 51 f; Buck-Heeb (2019), S. 40

Aufgrund des geringen monetären Umfangs von Crowdfunding-Projekten ist ein börslicher Handel, also der Handel auf regulierten Märkten, aufgrund der damit verbundenen hohen Kosten eher unwahrscheinlich. Damit scheint der Handel außerhalb von klassischen Börsen (regulierten Märkten) der durchaus gangbarere Weg zu sein. Hierbei muss jedoch beachtet werden, dass die Grenzen hinsichtlich der Regulierung der verschiedenen Handelssysteme durchaus fließend sind⁹¹ und auch die Abgrenzung von Begrifflichkeiten beim außerbörslichen Handel erfolgt nicht einheitlich.⁹² Darum soll im Folgenden nur ein grundlegender Überblick zu möglichen Handelsplätzen für Crowdfunding-Projekte gegeben werden. Die weiteren Ausführungen fokussieren sich ausschließlich auf den Kassahandel, da Termingeschäfte im Rahmen des Crowdfunding aktuell keine Rolle spielen:

⁹⁰ Vgl. für eine umfangreiche Analyse z.B. Thieme (2008), S. 305 ff.; Fink (2013), S. 51 ff.; Buck-Heeb (2019), S. 40 ff.

⁹¹ Vgl. grundlegend für eine Abgrenzung Buck-Heeb (2019), S. 40 ff.

⁹² Vgl. hier z.B. Buck-Heeb (2019), S. 49, wonach der Over The Counter (OTC)-Markt ein Teil der systematischen Internalisierung ist, wogegen Hockmann/Thießen (2014), S. 566 ff. OTC-Handel und Systematische Internalisierer als parallele Erscheinungsformen ansehen. Fink (2013), S. 52 weist darauf hin, dass sich der Begriff OTC-Handel nicht auf bilaterale Handelssysteme beschränkt, sondern auch nicht-börsliche multilaterale Handelssysteme als OTC-Handel eingestuft werden können. Demnach müssen der Handel über Systematische Internalisierer und der OTC-Handel nicht deckungsgleich sein. Es wird deutlich, dass aktuell keine einheitliche Verwendung der Begriffe „börsennotiert“, „Börsenhandel“ oder „(außer-)börslich“ existiert; vgl. auch Beer (2018), S. 81.

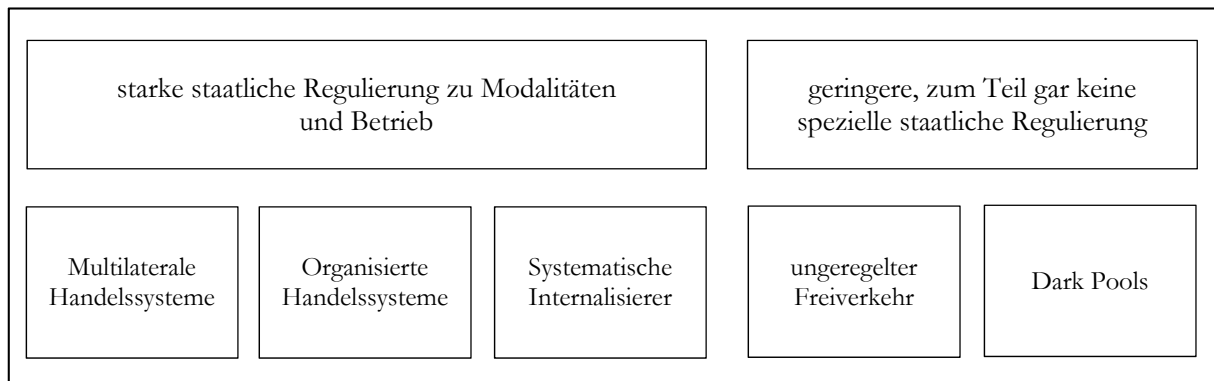


Abbildung 5: Alternative Handelssysteme für Kassainstrumente
Quelle: eigene Darstellung

a) *Multilaterale Handelssysteme (Multilateral Trading Facility - MTF)*

MTFs stellen außerbörsliche Handelsplattformen dar, welche Angebot und Nachfrage zusammenführen, wobei ein Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente zustande kommt.⁹³ MTFs ist gemäß § 74 Abs. 5 WpHG kein Handel auf eigene Rechnung gestattet. Eine Orderausführung darf gemäß § 74 Abs. 2 WpHG nur auf nichtdiskretionäre Weise erfolgen, so dass es keine Ermessensspielräume beim Handel gibt. Zudem bestehen für MTFs im Unterschied zum geregelten Markt keine speziellen gesetzlichen Voraussetzungen an Instrumente und Emittenten sowie keine Zulassungsfolgeflichten. Ansonsten bestehen bei MTFs die gleichen Anforderungen wie für den regulierten Markt.⁹⁴ So müssen MTFs im Rahmen der Vorhandelstransparenz regelmäßig und kontinuierlich verbindliche Kursofferten und im Rahmen der Nachhandelstransparenz Umfang, Kurs und Zeitpunkt des Geschäfts unverzüglich nach dem Handel veröffentlichen.⁹⁵

b) *Organisierte Handelssysteme (Organised Trading Facility - OTF)*

OTFs stellen gemäß § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG und § 2 Abs. 9 BörsG wie MTFs außerbörsliche Handelsplattformen dar, auf denen im Unterschied zu MTFs Angebot und Nachfrage von Nichteigenkapitalinstrumenten, namentlich Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und Derivate, zusammengeführt werden. Mit der Einführung der Regelungen zu OTFs wurde versucht, sämtliche Handelssysteme zu erfassen, die kein MTF sind, und somit ein Ausweichen aus dem gesetzlichen Bereich zu verhindern.⁹⁶ Ein Handel auf eigene Rechnung ist gemäß § 75 Abs. 3 WpHG nur für öffentliche Schuldtitel gestattet, für die kein liquider Sekundärmarkt vorhanden ist und soweit es sich nicht um die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge im Sinne von § 2 Abs. 29 WpHG handelt. Der wesentliche Unterschied zu MTFs besteht darin, dass die Orderausführung gemäß § 75 Abs. 6 WpHG und § 48b Abs. 7 BörsG auf diskretionärer Basis erlaubt ist, das OTF also einen Ermessensspielraum bei

⁹³ Vgl. Buck-Heeb (2019), S. 43.

⁹⁴ Vgl. Buck-Heeb (2019), S. 43.

⁹⁵ Vgl. Hockmann/Thießen (2014), S. 568 f.

⁹⁶ Vgl. Veil (2018), S. 42; Buck-Heeb (2019), S. 48.

der Auftragsausführung besitzt. Zudem dürfen die Betreiber von OTFs gemäß § 75 Abs. 4 WpHG und § 48b Abs. 5 S. 1 BörsG nicht gleichzeitig als systematischer Internalisierer auftreten.⁹⁷ Es gelten die gleichen Anforderungen wie bei MTFs für die Vor- und Nachhandelstransparenz.⁹⁸

c) *Systematische Internalisierer*

Gemäß § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2b WpHG ist systematische Internalisierung das häufige organisierte und systematische Betreiben von Handel für eigene Rechnung in erheblichem Umfang außerhalb eines organisierten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems. Die Kundenaufträge müssen dafür außerhalb eines geregelten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems ausgeführt werden, ohne dass ein multilaterales Handelssystem betrieben wird. Der Handel umfasst Eigen- und Nichteigenkapitalinstrumente. Systematische Internalisierer betreiben bilaterale Geschäfte mit den Marktteilnehmern und somit Eigenhandel, um Kundenaufträge auszuführen. Infolgedessen gehen sie ein Marktrisiko ein.⁹⁹ Dies stellt den entscheidenden Unterschied zu MTFs und OTFs dar, bei denen Kundenaufträge zusammengeführt werden, um Handel zu generieren.¹⁰⁰ Auch Systematische Internalisierer müssen verbindliche Kursofferten (Quotes) veröffentlichen und diese Geschäfte auf Wunsch auch ausführen (Kontrahierungszwang).¹⁰¹ Hinsichtlich Vor- und Nachhandelstransparenz gelten die gleichen Anforderungen wie bei MTFs oder OTFs, wobei Kaufs- und Verkaufsangebote zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen erstellt werden müssen.¹⁰² Die Pflichten zur Vor- und Nachhandelstransparenz gelten jedoch nur für Kundenaufträge in Standardmarktgröße. Hieraus wird ersichtlich, dass mit diesen Regelungen vor allem Privatkunden geschützt werden sollen.¹⁰³

d) *Ungeregelter Freiverkehr (Telefonverkehr)*

Der unregelmäßige Freiverkehr, auch Telefonverkehr genannt¹⁰⁴, stellt im Gegensatz zum geregelten Freiverkehr, bei dem vereinfachte Zulassungsbedingungen für Unternehmen gelten und der somit entsprechend gesetzlich reguliert ist¹⁰⁵, kein MTF dar. Im unregelmäßigen Freiverkehr werden Kassageschäfte i.d.R. direkt mit anderen Handelsteilnehmern getätigt¹⁰⁶. Damit könnte man den unregelmäßigen Freiverkehr auch unter den Begriff des Systematischen Internalisierers subsumieren¹⁰⁷, doch müssen Geschäfte im Telefonverkehr eben nicht zwangsweise mit dem Betreiber der Plattform erfolgen. Erklärtes Ziel der Aufsichtsbe-

⁹⁷ Vgl. dazu auch Buck-Heeb (2019), S. 48.

⁹⁸ Vgl. Buck-Heeb (2019), S. 51.

⁹⁹ Vgl. Thieme (2008), S. 326 f.; Buck-Heeb (2019), S. 49.

¹⁰⁰ Vgl. Veil (2018), S. 39.

¹⁰¹ Vgl. Hockmann/Thießen (2014), S. 571; Buck-Heeb (2019), S. 51 f.

¹⁰² Vgl. Buck-Heeb (2019), S. 52. Diese Bedingung ist nötig, da systematische Internalisierer direkt bilaterale Geschäfte mit Kunden eingehen.

¹⁰³ Vgl. Buck-Heeb (2019), S. 52.

¹⁰⁴ Vgl. Hockmann/Thießen (2014), S. 566.

¹⁰⁵ Vgl. zum regulierten Freiverkehr z.B. Beer (2018), S. 68 ff.; Buck-Heeb (2019), S. 44 ff.

¹⁰⁶ Vgl. Hockmann/Thießen (2014), S. 566.

¹⁰⁷ Vgl. Buck-Heeb (2019), S. 49.

hörden ist es jedoch, den Handel auf solchen unregulierten Bereichen des Finanzmarktes auf (regulierte) Handelsplätze zu lenken und somit marktmissbräuchliches Verhalten zu verhindern.¹⁰⁸

e) *Dark Pools*

Dark Pools sind externe Handelssysteme, die i.d.R. auf institutionelle Anleger ausgerichtet sind.¹⁰⁹ Der Handel erfolgt anonym, woraus eine fehlende Transparenz, man spricht auch von geschlossenen Orderbüchern¹¹⁰, hinsichtlich des Handelsvolumens resultiert.¹¹¹ Oftmals werden Dark Pools auch genutzt, um große Orders unbemerkt vom restlichen Markt auszuführen, damit die Auswirkungen auf den Marktpreis möglichst klein gehalten werden können oder um geringere Gebühren bezahlen zu müssen.¹¹² Darum unterhalten viele Börsen, Finanzinstitute und auch MTFs Dark Pools¹¹³, damit Marktteilnehmer deren Vorteile nutzen können. Dark Pools setzen im Gegensatz zu Systematischen Internalisierern oder dem unregulierten Freiverkehr keinen bilateralen Handel voraus.

3.3 Mögliche Handelssysteme für Crowdfunding-Projekte

Auf Basis der vorangegangenen Überlegungen stellt sich die Frage, welche Handelssysteme für den Handel von Crowdfunding-Projekten grundsätzlich am besten geeignet sind. Die entsprechenden Kriterien können auf Basis der Aufgaben von Börsen (Marktfunktion, Bewertungs- und Informationsfunktion sowie Sicherungsfunktion) abgeleitet werden. Auf Seiten der Kunden sind wichtige Punkte vor allem die Höhe der Transaktionskosten, die Liquidität, die Transparenz der Preisbildung und die Abwicklungssicherheit. Auf Seiten des Plattformbetreibers sind dies ebenfalls ein möglichst liquider Handel, damit entsprechende Gebühren generiert werden können, die Höhe von Marktrisiken infolge eines möglichen Eigenhandels sowie die staatliche Regulierung. Da es sich bei den drei Finanzierungsformen (Senior Debt, Nachrangdarlehen und partiarische Darlehen) jeweils um Fremdkapitalkonstruktionen handelt, ist eine Differenzierung zwischen den einzelnen Formen diesbezüglich nicht nötig. Dark Pools werden im Weiteren aufgrund ihres Fokus auf institutionelle Anleger nicht näher betrachtet. Abbildung 7 gibt einen Überblick zur Einschätzung der einzelnen Handelssysteme bezüglich der erarbeiteten Kriterien:

¹⁰⁸ Vgl. dazu auch Veil (2018), S. 44.

¹⁰⁹ Vgl. Yeoh (2010), S. 8.

¹¹⁰ Vgl. Hockmann/Thießen (2014), S. 570.

¹¹¹ Vgl. Yeoh (2010), S. 8; Banks (2014), S. 3.

¹¹² Vgl. Yeoh (2010), S. 8; Banks (2014), S. 5 ff; Hockmann/Thießen (2014), S. 566.

¹¹³ Vgl. Banks (2014), S. 4.

	Sicht der Kunden				Sicht des Plattformbetreibers	
	Transaktionskosten	Transparenz der Preisbildung	Abwicklungssicherheit	Liquidität des Handels	Marktrisiko	staatliche Regulierung
Multilaterale Handelssysteme	gering	hoch	hoch	gering	gering	hoch
Organisierte Handelssysteme	gering	mittel	hoch	gering	gering	hoch
Systematische Internalisierer	gering	mittel	hoch	gering	gering	hoch
Ungeregelter Freiverkehr	gering	unterschiedlich	gering	gering	unterschiedlich	gering

Abbildung 6: Vergleich der Handelssysteme hinsichtlich der Eignung für den Handel von Crowdfunding-Projekten

Quelle: eigene Darstellung

Die Überlegungen zeigen, dass aus Sicht von externen Handelsplattformen wahrscheinlich wenig Anreiz besteht, ein Handelssystem für Crowdfunding-Projekte aufzubauen, da das potenzielle Handelsvolumen eher gering sein wird. Darum macht es wahrscheinlich nur Sinn, wenn Crowdfunding-Plattformen ihre eigenen Handelssysteme aufbauen, da hier schon eine grundlegende technische Infrastruktur vorhanden ist und die Kapitalgeber schon an die Plattform gebunden sind. Ein Auftritt als Systematischer Internalisierer wird aufgrund des bestehenden Marktrisikos für Plattformbetreiber eher nicht in Frage kommen. Für Plattformbetreiber scheint darum der unregelmäßige Freiverkehr am attraktivsten zu sein, da hier die rechtlichen Vorgaben seitens des Gesetzgebers eher gering sind und auch kein bilateraler Handel mit den Marktteilnehmern verpflichtend ist. Zudem können die Transaktionskosten aufgrund der nicht-regulierten Natur der Marktplätze für Kunden und Plattformbetreiber auf einem akzeptablen Niveau gehalten werden. MTFs und OTFs sind wahrscheinlich aus Sicht der Kapitalnehmer und -geber aufgrund der Transparenz der Preisbildung und der Abwicklungssicherheit am interessantesten. MTFs besitzen hierbei einen Vorteil gegenüber OTFs, da bei MTFs keine Ermessensspielräume bei der Preisbildung vorhanden sind.

4 Analyse des Handels von Crowdfunding-Projekten

4.1 Datenbasis der untersuchten Plattformen

Bei der Untersuchung wurde auf Daten des Informationsportals [crowdfunding.de](https://www.crowdfunding.de)¹¹⁴ zurückgegriffen, um Plattformen im Bereich Crowdfunding mit monetären Gegenleistungen zu bestimmen, welche in Deutschland ihren Sitz haben und unter deutsches Recht fallen.¹¹⁵ Mit Stand 13.06.2019 waren auf [crowdfunding.de](https://www.crowdfunding.de) 72 Plattformen aufgeführt, die sich auf das Modell Crowdinvesting, und 8 Plattformen, die sich

¹¹⁴ Vgl. <https://www.crowdfunding.de/plattform-suche> (Abruf am 29.05.2019).

¹¹⁵ Vgl. zu den aufgeführten Plattformen auf dem Informationsportal [crowdfunding.de](https://www.crowdfunding.de) Anhang 1 und Anhang 2.

auf das Modell Crowdlending spezialisiert hatten. Eine Plattform („Kapilendo“) bot hierbei beide Finanzierungsmodelle an und 2 Plattformen („Deutsche Immobilienanleihen“ und „evercrowd“) waren neben dem Crowdinvesting fälschlicherweise auch dem Crowdlending zugeordnet. Bei 4 Plattformen war das Internetangebot nicht mehr verfügbar und somit die Unternehmen mutmaßlich aus dem Markt ausgeschieden. Zusätzlich mussten 3 Crowdinvesting-Plattformen und 2 Crowdlending-Plattformen aus der Betrachtung ausgeschlossen werden, da sie für deutsche Anleger nicht nutzbar waren. Abschließend wurden 6 Crowdinvesting-Plattformen (dagobertinvest, evercrowd, Finnest, Immofunding, Rendity, REVAL) aus der Untersuchung entfernt, da sie ihren Unternehmenssitz in Österreich haben und somit andere rechtliche Rahmenbedingungen gelten. Dasselbe galt für eine Crowdinvesting-Plattform (SEEDRS) mit ihrem Hauptsitz in Großbritannien sowie einer Crowdlending-Plattform (Mintos) mit Sitz in Lettland. Damit konnten insgesamt 60 Plattformen für die Untersuchung herangezogen werden.¹¹⁶ Hierbei ist jedoch des Weiteren zu berücksichtigen, dass viele Plattformen Kooperationen untereinander besitzen oder Unternehmen je nach inhaltlicher Ausrichtung verschiedene Plattformen unterhalten.¹¹⁷

4.2 Ergebnisse

Es zeigt sich, dass im untersuchten Datensatz Crowdinvesting-Plattformen anzahlmäßig dominieren und nur wenige Crowdlending-Plattformen existieren. Dies liegt vermutlich daran, dass aufgrund der rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland Mezzanine-Kapital in Form von Nachrangdarlehen und partiarischen Darlehen gegenüber Eigenkapital begünstigt ist und es gleichzeitig für Projektinitiatoren aufgrund der Nachrangigkeit oder der erfolgsabhängigen Vergütung von Vorteil ist, Mezzanine-Kapital zu nutzen. Im Hinblick auf Sekundärmärkte zeigt sich, dass es diese bei deutschen Crowdfunding-Plattformen kaum gibt. So besaßen nur zwei der 58 betrachteten Crowdinvesting-Plattformen, also 3,4 %, einen Sekundärmarkt auf ihrer Plattform.¹¹⁸ Beim Crowdlending besaß keine der Plattformen einen Sekundärmarkt. Hierfür sind verschiedene Gründe verantwortlich. Zuerst ist das geringe Vorkommen von Sekundärmärkten vor dem Hintergrund der Handelbarkeit der finanzierten Projekte zu betrachten. Hier spielt vor allem die Anzahl an handelbaren Projekten eine große Rolle. So werden auf vielen Plattformen nur wenige Projekte pro Jahr finanziert, welche in Summe nicht einmal die Millionengrenze überschreiten, so das nicht klar ist, inwieweit solche Plattformen länger am Markt überdauern können.¹¹⁹ Damit muss zum einen der Vertrauensvorsprung seitens der (potenziellen) Anleger sehr groß sein und zum anderen schränkt dies die Anzahl an möglichen Transaktionspartnern ein, da, wie in Abschnitt 3.3 erläutert, externe Handelsplattformen aus den eben genannten Gründen wohl eher nicht in den Markt eintreten werden. Blickt man auf andere eu-

¹¹⁶ Vgl. zu den untersuchten Plattformen Anhang 3 und Anhang 4.

¹¹⁷ So gehören zum Beispiel zur Firmengruppe ROCKETS die drei Plattformen GREEN ROCKET, welches Crowdinvesting für nachhaltige Startups anbietet, HOME ROCKET, welches Crowdinvesting für professionelle Immobilienprojekte anbietet, und LION ROCKET, welches Crowdinvesting für etablierte Unternehmen anbietet.

¹¹⁸ Vgl. Anhang 3.

¹¹⁹ Vgl. zu den aktuellen Marktdaten von deutschen Crowdfunding-Plattformen z.B. die Daten auf <https://www.crowdfunding.de/marktdaten> (Abruf am 15.06.2019).

ropäische Crowdfunding-Plattformen, wie z.B. Mintos oder Property Partner, so zeigt sich, dass die Professionalität hinsichtlich der technischen Ausgestaltung des Sekundärmarktes mit Anzahl der finanzierten Projekte auf der entsprechenden Plattform steigt. Dies ist nicht weiter verwunderlich, da sich der Aufbau eines Sekundärmarktes erst ab einer bestimmten Anzahl an Transaktionen lohnt. Des Weiteren führen die rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland dazu, dass sich ein Sekundärmarkt im Crowdlending nur schwer realisieren lässt, da keine direkte Vertragsbeziehung zwischen Kapitalgeber und -nehmer zustande kommen darf, sondern ein KWG-lizenziertes Kreditinstitut dazwischentritt.¹²⁰ Die folgende Abbildung vergleicht die beiden deutschen Crowdinvesting-Plattformen, die einen Sekundärmarkt anbieten. Exporo steht aktuell auf Platz eins und BERGFÜRST auf Platz drei hinsichtlich der Höhe des Finanzierungsvolumens für deutsche Crowdinvesting-Plattformen in 2019.¹²¹

Plattform	Finanzierungsformen	Fokus	Ausgestaltung des Handels	Gebühr
BERGFÜRST	direkte Beteiligungen, Nachrangdarlehen, partiarische Darlehen	Immobilien	Einstellung von Verkaufsangeboten auf Handelsplatz („Schwarzes Brett“)	pro Transaktion jeweils 10 EUR für Käufer und Verkäufer
Exporo	Nachrangdarlehen	Immobilien	Einstellung von Verkaufsangeboten auf Handelsplatz („Schwarzes Brett“)	Käufer zahlt keine Gebühren, Verkäufer zahlt 30 EUR bzw. ab 6.000 EUR 0,5 % pro Transaktion

Abbildung 7: Crowdinvesting-Plattformen in Deutschland mit Sekundärmarkt (Stichtag: 13.06.2019)

Die Vorgehensweise bezüglich der Organisation des Sekundärmarktes ist auf beiden Plattformen ähnlich, indem ein System des „Schwarzen Bretts“ installiert wurde. Hierbei werden auf dem Handelsplatz alle Verkaufsangebote, die für ein Projekt eingestellt wurden, aufgelistet, so dass alle angemeldeten Benutzer sich darüber informieren können.¹²² Bei BERGFÜRST erfolgt beispielweise bei den Verkaufsangeboten ein Ausweis des Kurses, der Rendite p.a.,¹²³ des maximalen Verkaufsvolumens, der Mindestabnahmemenge durch den Käufer, der aufgelaufenen Stückzinsen sowie des Gesamtpreises. Die Abwicklung erfolgt direkt über BERGFÜRST. So bekommt der Verkäufer eine Nachricht über das Kaufinteresse und muss daraufhin seine Kontoverbindung für die Zahlungsabwicklung direkt an den Käufer senden. Wenn der Käufer den entsprechenden Geldbetrag per Überweisung transferiert hat, muss der Verkäufer den Zahlungseingang mit Klick auf einen Bestätigungslink bestätigen. Erst danach überträgt BERGFÜRST die Anlage an den neuen Besitzer und aktualisiert das Anlegerregister.¹²⁴ Ähnlich läuft dies auch bei Exporo ab. Hier können nur angemeldete Plattformbenutzer, die schon eine Investition auf der Plattform getätigt

¹²⁰ Vgl. Polke (2015), S. 29; Riethmüller (2015), S. 1456.

¹²¹ Vgl. <https://www.crowdfunding.de/marktdaten> (Abruf am 15.06.2019).

¹²² Vgl. <https://de.bergfuerst.com/faq> (Abruf am 14.06.2019); <https://exporo.de/handelsplatz/> (Abruf am 14.06.2019).

¹²³ Die angegebene Rendite p.a. ergibt sich aus dem jeweiligen Kaufkurs, dem Festzins p.a. und der Restlaufzeit; vgl. <https://de.bergfuerst.com/faq> (Abruf am 14.06.2019).

¹²⁴ Vgl. <https://de.bergfuerst.com/faq> (Abruf am 14.06.2019).

haben und somit ein Depot bei der Partnerbank (hier Baader Bank) besitzen, auf mögliche Verkaufsangebote zugreifen.¹²⁵

Insgesamt ist das Handelsvolumen auf den Sekundärmärkten der Plattformen noch überschaubar. Deswegen erfolgt der Handel im unregulierten Freiverkehr direkt zwischen den Marktteilnehmern. Dies wurde in Abschnitt 3.3 auch schon vermutet. So betont beispielsweise BERGFÜRST ausdrücklich in seinen Geschäftsbedingungen, dass kein Vertragsschluss mit BERGFÜRST, sondern nur zwischen Käufer und Verkäufer zustande kommt und dass beide Seiten auch keinen Anspruch auf Abschluss eines Vertrags über den Verkauf eines Finanzinstruments gegenüber BERGFÜRST besitzen. BERGFÜRST unterstützt allein die Abwicklung des Geschäfts und verzeichnet die Transaktion in einem elektronischen Investorenregister.¹²⁶

5 Fazit

Im Rahmen dieser Arbeit sollte die aktuelle Situation des Sekundärmarktes für Crowdfunding- und Crowdlending-Projekte in Deutschland analysiert werden. Die Ergebnisse zeigen, dass der Sekundärmarkt auf deutschen Crowdfunding-Plattformen noch sehr rudimentär ausgebildet ist. So besaßen von 60 untersuchten deutschen Crowdfunding-Plattformen, auf denen Projekte mit monetären Gegenleistungen finanziert werden können, nur zwei einen Sekundärmarkt. Der Hauptgrund bei Crowdfunding-Plattformen liegt im relativ geringen Finanzierungsvolumen auf vielen Plattformen. So ist es nicht weiter verwunderlich, dass Sekundärmärkte aktuell nur auf zwei der größten Crowdfunding-Plattformen in Deutschland angeboten werden. Im Rahmen des Crowdlending führen die rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland dazu, dass sich ein Sekundärmarkt nur schwer realisieren lässt. Hier bleibt abzuwarten, ob die wenigen deutschen Anbieter in naher Zukunft Möglichkeiten finden, solche zu realisieren.

¹²⁵ Vgl. <https://exporo.de/handelsplatz/> (Abruf am 14.06.2019).

¹²⁶ Vgl. <https://de.bergfuerst.com/allgemeine-geschaeftsbedingungen> (Abruf am 14.06.2019).

Anhang

Anhang 1 - Crowdfunding-Plattformen gemäß Informationsportal crowdfunding.de (1) - Stand: 13.06.2019

	Plattform	Fokus	für deutsche Anleger möglich	Sekundärmarkt
1	52Masterworks	Kunst	ja	nein
2	aescuvest	Unternehmen, Gesundheit	ja	nein
3	Aquarius Schwarmfinanz	keine Internetseite		
4	AUDITcapital	Umwelt, Energie	ja	nein
5	BERGFÜRST	Immobilien	ja	ja
6	bettervest	Umwelt, Energie	ja	nein
7	BUFFRS	Sport/E-Sport	ja	nein
8	Bürgerzins	keine Internetseite		
9	Cinedime	keine Internetseite		
10	Companisto	Unternehmen (Startups), Immobilien	ja	nein
11	Conda	Unternehmen (Startups, Mittelstand), Immobilien	ja	nein
12	Crowd4Climate	Umweltprojekte in Entwicklungsländern	ja	nein
13	CrowdInvest24.de	Unternehmen	ja	nein
14	CrowdPartner	Unternehmen (Startups, Mittelstand), Immobilien, Umwelt	ja	nein
15	CrowdTrader	keine Internetseite		
16	dagobertinvest	Immobilien	ja	nein
17	DasErtragReich	Unternehmen (Mittelstand)	nein	nein
18	Deutsche Crowdinvest	Unternehmen (Startups, Mittelstand)	ja	nein
19	Deutsche Immobilienanleihen (Triamis)	Immobilien	ja	nein
20	ecoligo.investments	Umwelt, Energie	ja	nein
21	Econeurs	Umwelt, Energie	ja	nein
22	Engel & Völkers Capital	Immobilien	ja	nein
23	evercrowd	keine Einschränkung	ja	nein
24	Exporo	Immobilien	ja	ja
25	fairzinsung	Umwelt, Soziale Projekte	ja	nein
26	Finnest	Unternehmen (Mittelstand)	ja	nein
27	firstcap	Unternehmen (Startups, Mittelstand), Immobilien, Umwelt	nein	nein
28	FunderNation	Unternehmen (Startups, Mittelstand)	ja	nein
29	Geldwerk1	Unternehmen (Startups)	ja	nein
30	Geseka	Immobilien	ja	nein
31	GLS Crowd	Umwelt, Soziale Projekte	ja	nein
32	Green Rocket	Unternehmen (Fokus Nachhaltigkeit)	ja	nein
33	Greenvesting	Umwelt, Energie	ja	nein
34	GRUNDAG	Immobilien	ja	nein
35	Home Rocket	Immobilien	ja	nein
36	iFunded	Immobilien	ja	nein
37	immo-folio	Unternehmen, Immobilien	ja	nein
38	Immofunding	Immobilien	ja	nein
39	immorocks	Immobilien	ja	nein
40	InvestoFolio	Unternehmen (Startups)	ja	nein
41	Kapilendo	Unternehmen	ja	nein
42	Kapitalfreunde	Immobilien	ja	nein
43	KATRIM	Unternehmen (Mittelstand)	ja	nein
44	Klimaschwarm	Umwelt, Energie	ja	nein
45	LeihDeinerUmweltGeld	Umwelt, Energie	ja	nein
46	LightFin	Unternehmen (Startups, Mittelstand)	ja	nein

Anhang 1 - Crowdfunding-Plattformen gemäß Informationsportal crowdfunding.de (2) - Stand: 13.06.2019

	Plattform	Fokus	für deutsche Anleger möglich	Sekundärmarkt
47	Lion Rocket	Unternehmen	ja	nein
48	Marvest	Schifffahrt	ja	nein
49	Medifundo	Life Science	ja	nein
50	Mezzany	Immobilien	ja	nein
51	Moneywell	Unternehmen (Mittelstand)	ja	nein
52	myValley	Unternehmen (Startups)	ja	nein
53	ReaCapital	Immobilien	ja	nein
54	Rebelvest	Umwelt, Energie	ja	nein
55	Renditefokus	Immobilien	ja	nein
56	Rendity	Immobilien	ja	nein
57	REVAL	Immobilien	ja	nein
58	Sarego	Immobilien	ja	nein
59	SEEDRS	Unternehmen (Startups)	ja	ja
60	Seedmatch	Unternehmen (Startups)	ja	nein
61	SpaceStarters	Unternehmen, Luft- und Raumfahrt	ja	nein
62	Tausend mal Tausend	Unternehmen (Mittelstand)	nein	nein
63	TodayCapital	Immobilien	ja	nein
64	transvendo	Unternehmen (Startups, Mittelstand), Immobilien, Umwelt	ja	nein
65	Unternehmerich	Unternehmen	ja	nein
66	VR Crowd	Unternehmen	ja	nein
67	Wiwin	Umwelt, Energie	ja	nein
68	Xavin	Vereine (Sport, Kultur)	ja	nein
69	YouCan2	Unternehmen	ja	nein
70	Zinsbaustein	Immobilien	ja	nein
71	ZinsCrowd	Immobilien, soziale Projekte	ja	nein
72	Zinsland	Immobilien	ja	nein

Anhang 2 - Übersicht Crowdlending-Plattformen gemäß dem Informationsportal crowdfunding.de - Stand: 13.06.2019

	Plattform	Fokus	Zugang durch deutsche Anleger	Verkauf der Kredite durch Kreditoriginatoren	Sekundärmarkt
1	auxmoney	Privat, Selbstständige	ja	nein	nein
2	Crowd4Cash	Privat, Unternehmen (Mittelstand)	nein	nein	nein
3	Deutsche Immobilienanleihen (Triamis)	kein Crowdlending-Anbieter mehr			
4	evercrowd	kein Crowdlending-Anbieter mehr			
5	Funding Circle	Unternehmen (Mittelstand)	ja	nein	nein
6	Kapilendo	Unternehmen	ja	nein	nein
7	Mintos	Privat, Unternehmen (Mittelstand)	ja	ja	ja
8	swisspeers	Unternehmen (Mittelstand)	nein	nein	ja

Anhang 3 - Übersicht untersuchte Crowdfunding-Plattformen (1) – Stand: 13.06.2019

	Plattform	Fokus	für deutsche Anleger möglich	Sekundärmarkt
1	52Masterworks	Kunst	ja	nein
2	aescuvest	Unternehmen, Gesundheit	ja	nein
3	AUDITcapital	Umwelt, Energie	ja	nein
4	BERGFÜRST	Immobilien	ja	ja
5	bettervest	Umwelt, Energie	ja	nein
6	BUFFRS	Sport/E-Sport	ja	nein
7	Companisto	Unternehmen (Startups), Immobilien	ja	nein
8	Conda	Unternehmen (Startups, Mittelstand), Immobilien	ja	nein
9	Crowd4Climate	Umweltprojekte in Entwicklungsländern	ja	nein
10	CrowdInvest24.de	Unternehmen	ja	nein
11	CrowdPartner	Unternehmen (Startups, Mittelstand), Immobilien, Umwelt	ja	nein
12	Deutsche Crowdfundinvest	Unternehmen (Startups, Mittelstand)	ja	nein
13	Deutsche Immobilienanleihen (Triamis)	Immobilien	ja	nein
14	ecoligo.investments	Umwelt, Energie	ja	nein
15	Econeurs	Umwelt, Energie	ja	nein
16	Engel & Völkers Capital	Immobilien	ja	nein
17	Exporo	Immobilien	ja	ja
18	fairzinsung	Umwelt, Soziale Projekte	ja	nein
19	FunderNation	Unternehmen (Startups, Mittelstand)	ja	nein
20	Geldwerk1	Unternehmen (Startups)	ja	nein
21	Geseka	Immobilien	ja	nein
22	GLS Crowd	Umwelt, Soziale Projekte	ja	nein
23	Green Rocket	Unternehmen (Fokus Nachhaltigkeit)	ja	nein
24	Greenvesting	Umwelt, Energie	ja	nein
25	GRUNDAG	Immobilien	ja	nein
26	Home Rocket	Immobilien	ja	nein
27	iFunded	Immobilien	ja	nein
28	immo-folio	Unternehmen, Immobilien	ja	nein
29	immorocks	Immobilien	ja	nein
30	InvestoFolio	Unternehmen (Startups)	ja	nein
31	Kapilendo	Unternehmen	ja	nein
32	Kapitalfreunde	Immobilien	ja	nein
33	KATRIM	Unternehmen (Mittelstand)	ja	nein
34	Klimaschwarm	Umwelt, Energie	ja	nein
35	LeihDeinerUmweltGeld	Umwelt, Energie	ja	nein
36	LightFin	Unternehmen (Startups, Mittelstand)	ja	nein
37	Lion Rocket	Unternehmen	ja	nein
38	Marvest	Schifffahrt	ja	nein
39	Medifundo	Life Science	ja	nein
40	Mezzany	Immobilien	ja	nein
41	Moneywell	Unternehmen (Mittelstand)	ja	nein
42	myValley	Unternehmen (Startups)	ja	nein
43	ReaCapital	Immobilien	ja	nein
44	Rebelvest	Umwelt, Energie	ja	nein
45	Renditefokus	Immobilien	ja	nein
46	Sarego	Immobilien	ja	nein
47	Seedmatch	Unternehmen (Startups)	ja	nein
48	SpaceStarters	Unternehmen, Luft- und Raumfahrt	ja	nein
49	TodayCapital	Immobilien	ja	nein
50	transvendo	Unternehmen (Startups, Mittelstand), Immobilien, Umwelt	ja	nein
51	Unternehmerich	Unternehmen	ja	nein

Anhang 3 - Übersicht untersuchte Crowdfunding-Plattformen (2) – Stand: 13.06.2019

	Plattform	Fokus	für deutsche Anleger möglich	Sekundärmarkt
52	VR Crowd	Unternehmen	ja	nein
53	Wiwin	Umwelt, Energie	ja	nein
54	Xavin	Vereine (Sport, Kultur)	ja	nein
55	YouCan2	Unternehmen	ja	nein
56	Zinsbaustein	Immobilien	ja	nein
57	ZinsCrowd	Immobilien, soziale Projekte	ja	nein
58	Zinsland	Immobilien	ja	nein

Anhang 4 – Übersicht untersuchte Crowdlending-Plattformen – Stand: 13.06.2019

	Plattform	Fokus	Zugang durch deutsche Anleger	Verkauf der Kredite durch Kreditoriginatoren	Sekundärmarkt
1	auxmoney	Privat, Selbstständige	ja	nein	nein
2	Funding Circle	Unternehmen (Mittelstand)	ja	nein	nein
3	Kapilendo	Unternehmen	ja	nein	nein

Literatur

- ALLISON, THOMAS H./DAVIS, BLAKLEY C./SHORT, JEREMY C./WEBB, JUSTIN W. (2015):** Crowdfunding in a prosocial microlending environment: examining the role of intrinsic versus extrinsic cues, in: *Entrepreneurship, theory and practice*, 1/2015, 39. Jg., S. 53-73
- BANKS, ERIK (2014):** *Dark Pools: Off-Exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program and Algorithmic Trading*, 2nd edition, Basingstoke u.a.
- BECK, HEIKO/SEITZ, JOCHEN (2001):** Kapitalmarkt und Börse, in: Breuer, Rolf-E. (Hrsg.): *Handbuch Finanzierung*, 3. Auflage, Wiesbaden, S. 31-60
- BEER, FLORIAN (2018):** Die Verantwortung des Börsenträgers bei der Gestaltung alternativer Marktsegmente: Ein Beitrag zur Diskussion über Selbstregulierung und privatrechtliche Rechtsetzung am Beispiel sogenannter Mittelstandsmärkte im Freiverkehr, Baden-Baden
- BEIKE, ROLF/SCHLÜTZ, JOHANNES (2015):** *Finanznachrichten: lesen – verstehen – nutzen*, 6. Auflage, Stuttgart
- BELLEFLAMME, PAUL/LAMBERT, THOMAS/SCHWIENBACHER, ARMIN (2014):** Crowdfunding: tapping the right crowd, in: *Journal of Business Venturing*, 5/2014, 29. Jg., S. 585-609
- BITZ, MICHAEL/STARK, GUNNAR (2015):** *Finanzdienstleistungen: Darstellung – Analyse – Kritik*, 9. Auflage, Berlin u.a.
- BÖSCH, MARTIN (2016):** *Finanzwirtschaft: Investition, Finanzierung, Finanzmärkte und Steuerung*, München
- BUCK-HEEB, PETRA (2019):** *Kapitalmarktrecht*, 10. Auflage, Heidelberg
- CROWDFUNDING.DE (2019):** *Crowdinvest Marktreport 2018 Deutschland*, verfügbar unter:
https://www.crowdfunding.de/wp-content/uploads/2019/03/Crowdinvest-Marktreport-2018-Deutschland-crowdfunding.de_.pdf (Abruf am 27.05.2019)
- DÖRSCHER, MARTIN/HINZ, HOLGER (2003):** Mezzanine Capital - Ein flexibles Finanzierungsinstrument für KMU, in: *Finanzbetrieb*, 10/2003, 5. Jg., S. 606-610
- ELSER, THOMAS/JETTER, JANN (2005):** Steuereffiziente Ausgestaltung von Mezzaninekapital, in: *Finanzbetrieb*, 10/2005, 7. Jg., S. 625-635
- FIEDLER, SYLVIA/HORSCH ANDREAS (2014):** Crowdfunding als Finanzierungsalternative, in: *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 1/2014, 62. Jg., S. 91-98
- FINK, KARSTEN (2013):** *Der Freiverkehr: Die rechtliche Organisation des Handelssegments Freiverkehr an deutschen Börsen*, Frankfurt a. Main
- FOX, ALEXANDER/SCHONERT, BASTIAN (2017):** Mezzaninekapital für KMU, in: Müller, David (Hrsg.): *Controlling für kleinere und mittlere Unternehmen*, 2. Auflage, Berlin/Boston, S. 553-583
- FOX, ALEXANDER/TROST, RALF (2012):** Finanzierungsalternativen für KMU, in: Brähler, Gernot/ Trost, Ralf (Hrsg.): *Besteuerung, Finanzierung und Unternehmensnachfolge in kleineren und mittleren Unternehmen*, Ilmenau, S. 213-244
- FOX, ALEXANDER/WEIMAR, DANIEL (2014):** Fananleihen als Finanzierungsmöglichkeit von Organisationen außerhalb des Fußballs, in: *Corporate Finance*, 5/2014, 5. Jg., S. 242-252
- FOX, ALEXANDER/MÜLLERLEILE, THOMAS/JOENSSEN, DIETER W. (2015):** Zur Eignung von Mezzanine-Kapital für Crowdfunding in Deutschland, in: *Corporate Finance*, 1-2/2015, 6. Jg., S. 1-9
- FRANTZEN, CHRISTOPHER (1993):** *Genußscheine: Zugleich eine Analyse der Genußscheinbedingungen deutscher Unternehmen*, Köln et al.

- FRYDRYCH, DENIS/BOCK, ADAM J./KINDER, TONY/KOECK, BENJAMIN (2014):** Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding, in: *Venture Capital*, 3/2014, 16. Jg., S. 247-269
- GERETH, BETTINA/SCHULTE, KARL-WERNER (1992):** Mezzanine-Finanzierung, Bergisch-Gladbach/Köln
- GOLLAND, FRANK (2000):** Equity Mezzanine Capital, in: *Finanzbetrieb*, 1/2000, 2. Jg., S. 34-39.
- HÄGER, MICHAEL/ELKEMANN-REUSCH, MANFRED (2004):** Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin
- HARRER, HERBERT/JANSSEN, ULLI/HALBIG, UWE (2005):** Genussscheine - Eine interessante Form der Unternehmensfinanzierung, in: *Finanzbetrieb*, 1/2005, 7. Jg., S. 1-7
- HARRISON, RICHARD (2013):** Crowdfunding and the revitalisation of the early stage risk capital market: catalyst or chimera?, in: *Venture Capital*, 4/2013, 15. Jg., S. 283-287
- HARTMANN-WENDELS, THOMAS/PFINGSTEN, ANDREAS/WEBER, MARTIN (2019):** Bankbetriebslehre, 7. Auflage, Berlin
- HEINEMANN, STEPHAN/KRAUS, MARTIN/SCHNEIDER, ANNETTE (2006):** Genussrechte, in: Bösl, Konrad/Sommer, Michael (Hrsg.): *Mezzanine Finanzierung: Betriebswirtschaft – Zivilrecht – Steuerrecht – Bilanzrecht*, München, S. 171-196
- HEMER, JOACHIM/SCHNEIDER, UTA/DORNBUSCH, FRIEDRICH/FREY, SILVIO (2011):** Crowdfunding und andere Formen informeller Mikrofinanzierung in der Projekt- und Innovationsfinanzierung, Stuttgart
- HOCKMANN, HEINZ-JOSEF/THIESSEN, FRIEDRICH (2014):** *Investmentbanking*, 3. Auflage, verfügbar: <https://ebookcentral.proquest.com/lib/ubilm-ebooks/detail.action?docID=1073280> (Abruf am 03.04.2019)
- HORNUF, LARS/SCHWIENBACHER, ARMIN (2015):** Funding Dynamics in Crowdfunding, Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2015: Ökonomische Entwicklung - Theorie und Politik - Session: Financial Economics II, No. B10-V3, ZBW
- JÄNISCH, CHRISTIAN/MORAN, KEVIN/WAIBEL, NICOLE (2002):** Mezzanine-Finanzierung: intelligentes Fremdkapital und deutsches Steuerrecht, in: *Der Betrieb*, 47/2002, 55. Jg., S. 2451-2456
- KAMP, ANDREAS/SOLMECKE, HENRIK (2005):** Mezzanine Kapital: Ein Eigenkapitalsubstitut für den Mittelstand?, in: *Finanzbetrieb*, 10/2005, 7. Jg., S. 618-625
- KLÖHN, LARS/HORNUF, LARS (2012):** Crowdfunding in Deutschland - Markt, Rechtslage und Regelungsperspektive, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 4/2012, 24. Jg., S. 237-266
- KLÖHN, LARS/HORNUF, LARS (2015):** Die Regelung des Crowdfunding im RegE des Kleinanlegerschutzgesetzes – Inhalt, Auswirkungen, Kritik, Änderungsvorschläge –, in: *Der Betrieb*, 1-2/2015, 68. Jg., S. 47-63
- LEHNER, OTHMAR M. (2013):** Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda, in: *Venture Capital*, 4/2013, 15. Jg., S. 289-311
- LINK, GERSON (2002):** Anreizkompatible Finanzierung durch Mezzanine-Kapital, Frankfurt a. Main u.a.
- LINK, GERSON/REICHLING PETER (2000):** Mezzanine Money – Vielfalt in der Finanzierung, in: *Die Bank*, 4/2000, S. 266-269
- MESCHKOWSKI, ALEXANDER/WILHELMI, FREDERIKE K. (2013):** Investorenschutz im Crowdfunding, in: *Betriebs-Berater*, 24/2013, 68. Jg., S. 1411-1418
- MOLLICK, ETHAN (2014):** The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, in: *Journal of Business Venturing*, 1/2014, 29. Jg., S. 1-16

- MORITZ, ALEXANDRA/BLOCK, JOERN (2014):** Crowdfunding und Crowdfunding: State of the Art der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur, in: Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship, 1/2014, 62. Jg., S. 57-89
- MÜLLERLEILE, THOMAS/JOENSSSEN, DIETER W. (2015):** Key Success-Determinants of Crowdfunded Projects: An Exploratory Analysis, in: Lausen, Berthold/Krolak-Schwerdt, Sabine/Böhmer, Matthias (Hrsg.), Data Science, Learning by Latent Structures, and Knowledge Discovery. Studies in Classification, Data Analysis and Knowledge Organization, Berlin/Wiesbaden, S. 271-281
- NELLES, MICHAEL/KLUSEMANN, MARKUS (2003):** Die Bedeutung der Finanzierungsalternative Mezzanine-Kapital im Kontext von Basel II für den Mittelstand, in: Finanzbetrieb, 1/2003, 5. Jg., S. 1-10.
- OSTENDORF, RALF JÜRGEN (2014):** Bankwirtschaft: Grundlagen für Ausbildung, Praxis und Studium, München u.a.
- PERRIDON, LOUIS/STEINER, MANFRED/RATHGEBER, ANDREAS (2017):** Finanzwirtschaft der Unternehmung, 17. Auflage, München
- POLKE, TOBIAS (2015):** Crowdlending oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe: Eine Analyse der finanzmarktaufsichts- und gewerberechlichen Regulierung in Deutschland, Berlin
- RENNER, MORITZ (2014):** "Banking Without Banks"? Rechtliche Rahmenbedingungen des Peer-to-Peer Lending, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft/Journal for Banking Law and Banking, 5/2014, 26. Jg., S. 261-273
- RID-NIEBLER, EVA-MARIA (1989):** Genußrechte als Instrument zur Eigenkapitalbeschaffung über den organisierten Kapitalmarkt für die GmbH, Köln
- RIETHMÜLLER, TOBIAS (2015):** Auswirkungen des Kleinanlegerschutzgesetzes auf die Praxis der bankenunabhängigen Finanzierung, das Crowdfunding und Crowdlending, in: Der Betrieb, 25/2015, 68. Jg., S. 1451-1457
- SCHWIENBACHER, ARMIN/LARRALDE, BENJAMIN (2012):** Crowdfunding of small Entrepreneurial Ventures, in: Cumming, Douglas (Hrsg.), The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford, S. 369-391
- SETHE, ROLF (1993):** Genußrechte: Rechtliche Rahmenbedingungen und Anlegerschutz (I), in: Die Aktiengesellschaft, 7/1993, 38. Jg., S. 293-315
- SMERDKA, UTE (2003):** Die Finanzierung mit mezzaninem Haftkapital, Lohmar/Köln
- THIEME, JULIANE (2008):** Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt: Von der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zur MiFID, Baden-Baden
- TOLKMITT, VOLKER (2007):** Neue Bankbetriebslehre: Basiswissen zu Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen, 2. Auflage, Wiesbaden
- TROST, RALF/FOX, ALEXANDER/HEIM, SEBASTIAN (2017):** Geldwerte Gegenleistungen im reward-based Crowdfunding – suchen die Geldgeber doch Rendite?, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 2/2017, 69. Jg., S. 131-155
- VEIL, RÜDIGER (2018):** A. Grundlagen, in: Meyer, Andreas/Rönnau, Thomas/Veil, Rüdiger (Hrsg.): Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, München
- VOLK, GERRIT (2003):** Mezzanine Capital: Neue Finanzierungsmöglichkeit für den Mittelstand?, in: Betriebs-Berater, 23/2003, 58. Jg., S. 1224-1226
- WASTL, ULRICH/SCHLITT, CHRISTIAN (2000):** Internetbörse: Revolution am Kapitalmarkt oder einfach nur juristisches Neuland?, in: Multimedia und Recht, 7/2000, 3. Jg., S. 387-395
- WERNER, HORST S. (2004):** Mezzanine-Kapital: Mit Mezzanine-Finanzierung die Eigenkapitalquote erhöhen, Köln
- YEOH, PETER (2010):** Dark Pools, in: Business Law Review, 1/2010, 31. Jg., S. 8-10

Bisher in der Reihe „Schriften zur Finanzwirtschaft“ erschienene Arbeitspapiere:

Niederöcker, B.: Die Bedeutung von Business Angels für die Innovationsfinanzierung deutscher Unternehmen. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 1, TU Ilmenau, 2000.

Trost, R.; Stelzer, D.; Dechant, H.: Ein Bewertungsansatz für Geschäftsmodelle der digitalen Ökonomie – dargestellt am Beispiel Application Service Providing (ASP). Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 2, TU Ilmenau, 2003.

Schonert, B.: Das europäische Emissionshandelssystem aus Anlegerperspektive. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 3, TU Ilmenau, 2006.

Trost, R.: Berechnungsformeln für den Unternehmenswert unter der Annahme der Teilausschüttung. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 4, TU Ilmenau, 2006.

Fox, A.; Hocker, R.-M.; Peetz, S.: Alternativen bei der Spielfilmfinanzierung in Deutschland. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 5, TU Ilmenau, 2007.

von Heßling, W.: Finanzinstrumente des Devisenmarktes. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 6, TU Ilmenau, 2009.

Weimar, D.; Fox, A.: Die Bewertung deutscher Fußballunternehmen mit Hilfe der Multiplikatormethode. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 7, TU Ilmenau, 2010.

von Heßling, W.: Konzepte der traditionellen Wechselkurs Theorie. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 8, TU Ilmenau, 2010.

Fox, A.: Wie viel Mittelstand steckt in Mittelstandsanleihen?. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 9, TU Ilmenau, 2012.

Heim, S.: Erklärungsansätze für die Finanzkrise aus dem Bereich der Behavioral Finance. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 10, TU Ilmenau, 2013.

Fox, A.; Heim, S.: Nicht-Finanzmultiplikatoren in der Unternehmensbewertung – Eine Alternative zu Finanzmultiplikatoren?. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 11, TU Ilmenau, 2013.

Reif, B.; Fox, A.: Eine Analyse zur Wirtschaftlichkeit von virtuellen Kraftwerken. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 12, TU Ilmenau, 2014.

Appelt, M.; Fox, A.: Eine Analyse zur Wirtschaftlichkeit von Brennstoffzellen im Privatbereich. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 13, TU Ilmenau, 2014.

Fox, A.; Heim, S.: Das Investorenverhalten bei Fan-Anleihen. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 14, TU Ilmenau, 2015.

Manzer, S.; Trost, R.: Im Dickicht von Wissenschaft und Überzeugung: Die Debatte für und wider die Verwerflichkeit des Terminhandels mit Agrarprodukten. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 15, TU Ilmenau, 2016.

Reif, B.; Fox, A.: Eine Analyse der Kapitalgeber und -nehmer beim belohnungsbasierten Crowdfunding, Heft 16, TU Ilmenau, 2017.

Dechant, H.; Trost, R.: Investitionsbewertung im Kontext betrieblicher Planungsrechnungen, Heft 17, TU Ilmenau, 2017.

Fox, A.: Sekundärmärkte für Crowdfunding in Deutschland. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 18, TU Ilmenau, 2019.

Technische Universität Ilmenau
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften und Medien
Finanzwirtschaft/Investition
PF 10 05 65
98684 Ilmenau