

Forschungspapiere Research Papers



PFH

PRIVATE UNIVERSITY
of Applied Sciences

No. 2012/06

PFH.FOR.056.1302

Crowdfunding – eine Alternative in der Gründungsfinanzierung?

Hanno Kortleben und Bernhard H. Vollmar

Die Autoren

Hanno Kortleben

Master of Science (M.Sc.)

Hanno Kortleben beendete sein Studium an der PFH Private Hochschule Göttingen im Februar 2012. Er hat einen M.Sc. und B.Sc. in General Management mit den Studienschwerpunkten Corporate Financial Management und Industrielles Management. Im Anschluss arbeitete er als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Entrepreneurship und Finance für Prof. Dr. Bernhard H. Vollmar. Seit September 2012 ist Hanno Kortleben Doktorand an der Carl von Ossietzky Universität in Oldenburg.



PFH Göttingen
ZE Zentrum für
Entrepreneurship (ZE)
 Weender Landstr. 3-7
 D-37073 Göttingen
 hkortleben@pfh.de

Hanno Kortleben graduated from the PFH Private University of Applied Sciences Göttingen, Germany in February 2012. He holds a M.Sc. and B.Sc. in General Management with focus on Corporate Financial Management and Industrial Management. Subsequently, he worked as a research assistant at the department of Entrepreneurship and Finance for Prof. Dr. Bernhard H. Vollmar. Since September 2012 Hanno Kortleben is a doctoral candidate at the Carl von Ossietzky University in Oldenburg, Germany.

Prof. Dr. Bernhard H. Vollmar

Bernhard H. Vollmar ist seit 2009 Professor für Entrepreneurship und Finance an der PFH Private Hochschule Göttingen und leitet dort das ZE Zentrum für Entrepreneurship.

Bernhard H. Vollmar is since 2009 Professor for Entrepreneurship and Finance at the Private University of Applied Science in Göttingen and also Director of the Center for Entrepreneurship.



PFH Göttingen
ZE Zentrum für
Entrepreneurship (ZE)
 Weender Landstr. 3-7
 D-37073 Göttingen
 vollmar@pfh.de

Abstract

As part of the increasing expansion of the Internet and the with this associated rising social networking, it is now possible for project initiators to raise capital, not only for charitable projects but also for new businesses, quickly and efficiently through online platforms. Crowdfunding, as a new trend in corporate finance, is considered in detail for the first time in this work. The following topics are investigated:

- (A) *Definition of Crowdfunding*
- (B) *Portrayal of the Crowdfunding process from a entrepreneur's and investor's perspective*
- (C) *Potential conflicts between Crowdfunding platform, Crowdfunder and Start-up company from the perspective of principal-agent theory*
- (D) *Are Crowdfunding platforms preferable or is a "Crowdfunding-like" funding possible via traditional corporate legal forms?*

This work serves as an information base for interested persons and addresses further questions in some areas.

Kurzfassung

Im Rahmen der immer stärkeren Verbreitung des Internet und der damit einhergehenden sozialen Vernetzung ist es Projektinitiatoren heutzutage möglich, nicht nur für karitative Projekte, sondern auch für neugegründete Unternehmen, schnell, effizient und reichweitenstark Kapital über Onlineplattformen einzusammeln. Crowdfunding, als neu aufkeimender Trend in der Unternehmensfinanzierung, wird in dieser Arbeit erstmalig eingehend betrachtet. Folgende Themen werden näher beleuchtet:

- (A) *Definitive Eingrenzung von Crowdfunding*
- (B) *Darstellung des Crowdfunding-Prozesses aus Gründer- und Investorenperspektive*
- (C) *Potentielle Konfliktsituationen zwischen Crowdfundingplattform, Crowdfunder und Start-Up-Unternehmen aus Sicht der Prinzipal-Agent-Theorie*
- (D) *Sind Crowdfundingplattformen vorzuziehen oder kann auch über traditionelle Unternehmensrechtsformen eine dem Crowdfunding ähnliche Finanzierung gestaltet werden?*

Diese Studie dient den an diesem innovativen Thema Interessierten als Informationsgrundlage und adressiert in Teilbereichen einige weitergehende Fragestellungen.

Inhaltsverzeichnis	Seite
Abbildungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis	IV
1. Einführung.....	1
2. Crowdfunding als innovative Alternative der Unternehmensfinanzierung.....	2
2.1 Crowdfunding als eine Form von Crowdsourcing	2
2.2 Crowdfunding als spezielle Form des Crowdfunding.....	5
2.3 Einordnung von Crowdfunding in die Gründungsfinanzierung	7
2.4 Abgrenzung zu anderen Begriffen	8
3. Darstellung des Crowdfunding als Finanzierungsprozess	9
3.1 Systematisierung und bisherige Relevanz von Crowdfundingplattformen als Finanzintermediäre.....	10
3.2 Erläuterung des Finanzierungsprozesses am Beispiel der Plattform „Innovestment“	13
3.2.1 Betrachtung aus Gründerperspektive	13
3.2.2 Betrachtung aus Investorenperspektive	15
3.3 Vergleich des Crowdfundingprozesses mit dem Geschäftsprozess von Venture Capital-Gesellschaften	19
3.4 Analyse der Beziehungskonstellationen im Crowdfundingprozess unter Be- rücksichtigung der Prinzipal-Agent-Theorie und potentielle Lösungen.....	20
4. Analyse der Eignung von Crowdfunding als alternative Unternehmens- finanzierung – Entwicklung eines Entscheidungsrahmens für Entrepreneurre	26
4.1 Überprüfung der Analysekriterien	26
4.1.1 Transaktionskosten	27
4.1.1.1 Messbare Transaktionskosten	27
4.1.1.2 Nicht-messbare Transaktionskosten	29
4.1.2 Dauer der Kapitalüberlassung.....	31
4.1.3 Fungibilität der Unternehmensanteile.....	32
4.1.4 Mitspracherechte der Kapitalgeber	33
4.1.5 Mitwirkung der Kapitalgeber am Unternehmen	34
4.1.6 Schutz des geistigen Eigentums	35
4.1.7 Weitere Aspekte von Crowdfundingplattformen	35
4.2 Zwischenfazit der Eignungsanalyse	36
5. Schlussbetrachtung und Ausblick.....	38
Literaturverzeichnis	46
Anhang	51

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 4 - Crowdfunding als Unterform von Crowdsourcing	3
Abbildung 5 - Das Crowdfunding-Prinzip	4
Abbildung 6 - Crowdfunding als Unterform von Crowdfunding.....	5
Abbildung 7 - Einordnung von Crowdfunding und anderer Finanzierungsformen in den Unternehmenslebenszyklus	7
Abbildung 8 - Darstellung der über Crowdfundingplattformen vermittelten Beteili- gungsformen.....	11
Abbildung 9 - Unternehmensprofil auf Innovestment.de.....	14
Abbildung 10 - Auktion von stillen Gesellschaftsanteilen	16
Abbildung 11 - Berechnungsformel für Eingeworbenes Kapital.....	17
Abbildung 12 - Berechnungsformel des Start-Up-Wertes.....	17
Abbildung 13 - Start-Up-Wert wenn Preisbereitschaft > aktuellem Anteilspreis.....	17
Abbildung 14 - Vergleich des Prozessablaufs von Venture Capital-Gesellschaften und der Crowdfundingplattform Innovestment.....	19
Abbildung 15 - Agency-Konstellationen zwischen Investor, Start-Up-Unternehmen und Crowdfundingplattform.....	21
Abbildung 16 - Finanzierungsmöglichkeiten junger, innovativer Unternehmen nach Entwicklungsphasen	45
Abbildung 17 - Ablauf des Beteiligungsprozess auf Innovestment.de (aus Unter- nehmenssicht)	45
Abbildung 18 - Ablauf des Beteiligungsprozess auf Innovestment.de (aus Investoren- sicht)	46
Abbildung 19 - Gebühren ausgewählter Crowdfundingplattformen	46
Abbildung 20 - Renditeforderungen von VC-Gebern.....	46
Abbildung 21 - Prognose für crowdfundete Projekte in Deutschland im Jahr 2011..	47
Abbildung 22 - Venture Capital Finanzierung in Deutschland 2001 - 2010.....	48
Abbildung 23 - Überblick über Crowdfundingplattformen im deutschsprachigen Raum (Stand Dezember 2011)	48
Abbildung 24 - Venture Capital-Finanzierung in Deutschland 1. - 3. Quartal 2011	49
Abbildung 25 - Vergleich verschiedener Beteiligungsformen anhand eines Kriterien- katalogs	50

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 - Unterschiede zwischen ursprünglichen und modernen Crowdfunding.....	5
Tabelle 2 - Gebotsstruktur bei Auktion.....	18
Tabelle 3 - Analyseraster im Überblick.....	26

1. Einführung

Crowdfunding und im Speziellen Crowdfunding sind noch junge Phänomene, welche ihre Ursprünge, wie viele andere Trendthemen, in den USA haben.¹ Seit dem Jahr 2003 können Musikfans auf der Internetplattform ArtistShare.com Studioproduktionen von Musikern ohne Label monetär unterstützen bzw. diese erst möglich machen. Die Finanzierung eines Projekts durch eine Vielzahl an Personen wurde in den Folgejahren auf andere Branchen ausgeweitet und erste Modelle, bei denen der Unterstützer einen materiellen Rückfluss erhält, entstanden. Der amerikanische Trend breitete sich langsam aber kontinuierlich auch in Europa und Deutschland aus. Neben Crowdfundingplattformen wurden in Deutschland seit 2010 erste Crowdfundingplattformen aufgebaut. Crowdfunding², soviel soll bereits vorweggenommen werden, ist die Finanzierung eines Unternehmens durch eine große Zahl an privaten Investoren, welche aus ihrem Investment u.a. Gewinn erzielen möchten.³ In dieser Arbeit soll die junge Finanzierungsform des Crowdfunding umfassend betrachtet werden. Zwar existieren bereits viele Erfolgsgeschichten und Best Practices zum verwandten Thema Crowdsourcing, der kollektiven Ideenfindung und -generierung mit Hilfe von Web 2.0-Technologien, jedoch wurde das Thema Crowdfunding wissenschaftlich bisher wenig betrachtet.⁴ Insbesondere weil Crowdfunding für bestimmte Gründungsunternehmen als ideale Lösung ihrer Bedarfe erscheint, ist eine eingehende Betrachtung dieser neuartigen Finanzierungsform interessant.

Zielsetzung der Studie ist es, ein grundlegendes Verständnis für Crowdfunding und den damit verbundenen Finanzierungsprozess zu schaffen, sowie Vor- und Nachteile der Unternehmensfinanzierung per Crowdfunding und durch Crowdfundingplattformen herauszuarbeiten. In Kapitel 3 der Arbeit wird ein Überblick über die bisherige Relevanz von Crowdfundingplattformen in Deutschland gegeben und eine Systematisierung der deutschsprachigen Crowdfundingplattformen vorgenommen. Anhand der Crowdfundingplattform Innvestment werden die Phasen des Finanzierungsprozesses aus Gründer- bzw. Investorenperspektive erläutert.⁵ Zudem werden Analogien zum Geschäftsprozess von Venture Capital-Gesellschaften gezogen und Unterschiede sowie Gemeinsamkeiten aufgezeigt. Ebenfalls werden die Beziehungskonstellationen der Parteien des Crowdfundingprozesses unter Berücksichtigung der Prinzipal-Agententheorie analysiert und es wird überprüft, inwieweit Informationsasymmetrien zwischen den Akteuren vorhanden sind. Im 4. Kapitel wird die Unternehmensfinanzierung per Crowdfundingplattform den Finanzierungsmöglichkeiten durch traditionelle Unternehmensrechtsformen gegenübergestellt. Anhand eines Kriterienkatalogs wird geprüft, ob Unternehmensgründer mit traditionellen Unternehmensrechtsformen eine dem

¹ Vgl. Kaltenbeck, J. (2011), S. IV.

² Eine ausführlichere Betrachtung und Definition von Crowdfunding erfolgt in Kapitel 2.

³ Allerdings können auch andere Beweggründe (z.B. Interesse / Begeisterung für Produkt oder Technologie) zu einer Beteiligung durch einen Crowdfunder führen.

⁴ Vgl. Howe, J. (2006), S. 2.

⁵ Die Crowdfunding-Plattform Innvestment wurde ausgewählt, weil sie zusätzlich zu anderen deutschen Plattformen (Seedmatch, Mashup Finance, Devexo) über einen Auktionsmechanismus zur Anteilspreisfindung der präsentierten Unternehmen verfügt.

Crowdfunding ähnliche Finanzierung darstellen können. Eine anschließende Bewertung der Erkenntnisse soll insbesondere die Eignung von Crowdfunding zur Seed- und Start-Up-Finanzierung beurteilen und die Vor- und Nachteile von Crowdfundingplattformen herausstellen. Abschließend werden in Kapitel 5 die Ergebnisse der Arbeit zusammengefasst und ein Ausblick in die Zukunft des Crowdfunding gewagt.

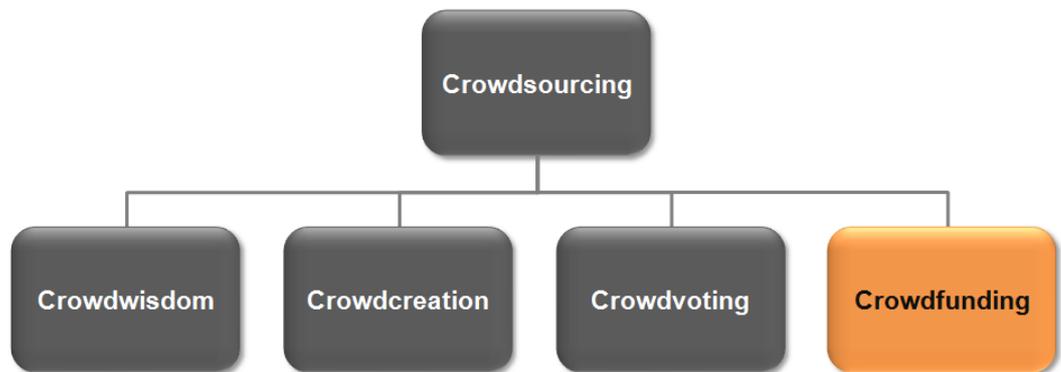
2. Crowdfunding als innovative Alternative der Unternehmensfinanzierung

In diesem Kapitel der Arbeit soll versucht werden, eine genaue Definition für den Begriff Crowdfunding zu bestimmen und ihn von ähnlichen bzw. häufig synonym verwendeten Begriffen abzugrenzen. Die definitorische Eingrenzung ist hilfreich, um den Leser einerseits ein klares Verständnis für die einzelnen Begriffe zu vermitteln und andererseits um ihn in die Thematik einzuführen. Wie bereits zu Beginn der Arbeit erwähnt, entstammen die Begriffe Crowdfunding und Crowdfunding dem anglo-amerikanischen Sprachraum. Es erscheint dem Autor in Ermangelung von treffenden und allgemein akzeptierten Übersetzungen als sinnvoll, die englischen Begriffe weiter zu nutzen.

2.1 Crowdfunding als eine Form von Crowdsourcing

Crowdfunding ist ein Kofferwort und setzt sich aus den zwei Begriffen Crowd und Funding zusammen. Mit dem Wort Crowd wird eine Masse bzw. eine Ansammlung von Menschen bezeichnet, in diesem Fall Freiwillige, die ein gemeinsames Interesse teilen.⁶ Funding kann in diesem Zusammenhang als Finanzierung respektive finanzielle Unterstützung übersetzt werden. Die Komposition Crowdfunding bezeichnet demnach den Vorgang, eine Vielzahl an Freiwilligen als Quelle für die Finanzierung eines bestimmten Projekts zu nutzen. Bevor der Begriff Crowdfunding jedoch stärker differenziert wird, ist es angebracht, die Ableitung des Begriffs vom Ursprung Crowdsourcing her aufzurollen. Dies ist erstens wichtig, um ein detailliertes Verständnis für die Entwicklung vom Crowdsourcing hin zum Crowdfunding und weiteren Unterarten zu erlangen und zweitens, um dem Leser später die Möglichkeit zu geben, eigenständig Begriffe und Konzepte systematisch einordnen zu können.

⁶ Vgl. Belleflamme et al. (2011), S. 4.

Abbildung 1 - Crowdfunding als Unterform von Crowdsourcing⁷

Der Neologismus Crowdsourcing⁸ wurde von Jeff Howe im Jahr 2006 geprägt und ist in der aktuellen Literatur häufig anzutreffen. Wie bereits erwähnt ist der englische Begriff meist eingängiger und treffender als die auch hier eher hölzern klingende deutsche Übersetzung Schwarmauslagerung.

Howe beschreibt in seinem Artikel, dass im Rahmen von Crowdsourcing Funktionen und Aufgaben eines Unternehmens von einer Vielzahl an Freiwilligen übernommen werden kann. Diese beteiligen sich aus verschiedensten Gründen, zumeist per Internet, an Forschungs- und Problemlösungsaufgaben. Eben solche Aktivitäten die ansonsten eigenständig durchgeführt oder in kostengünstigere Staaten ausgelagert werden müssten.

“Remember outsourcing? Sending jobs to India and China is so 2003. The new pool of cheap labor: everyday people using their spare cycles to create content, solve problems, even do corporate R & D.”⁹

Im Kern gibt dieses Zitat den Grundgedanken von Crowdsourcing wieder. Jedoch entwickelte sich die Disziplin im Laufe der Jahre weiter und gleichzeitig wurden exaktere und zeitgemäßere Definitionen entwickelt. Der Autor folgt der Definition von Heimbuch, der Crowdsourcing definiert als „...die Bearbeitung einer klar definierten und fragmentierten Aufgabe, welche standortunabhängig und in Teilen lösbar ist. Dazu bearbeitet eine undefinierte Gruppe Freiwilliger mithilfe von Informations- und Kommunikationssystemen einen Teil dieser Aufgabe.“¹⁰

Wie in Abbildung 4 zu erkennen, wird Crowdsourcing in vier Unterformen untergliedert: Crowdwisdom, Crowdcreation, Crowdvoting und Crowdfunding:¹¹

Beim **Crowdwisdom** oder auch Wisdom of Crowds geht es um die Ausnutzung der Schwarmintelligenz. Ein Problem wird veröffentlicht und um einen Lösungsvorschlag gebeten. Es wird davon ausgegangen, dass durch Aktivierung des Wissens von Vielen und einer kollektiven Reflexion eine insgesamt bessere Lösung erzielt werden kann. Ein von den Beteiligten neu geschaffener Inhalt, sogenannter „user generated content“

⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Howe, J. (2009), S. 146ff

⁸ Vgl. Howe, J. (2006), S. 2.

⁹ Howe, J. (2006), S. 1.

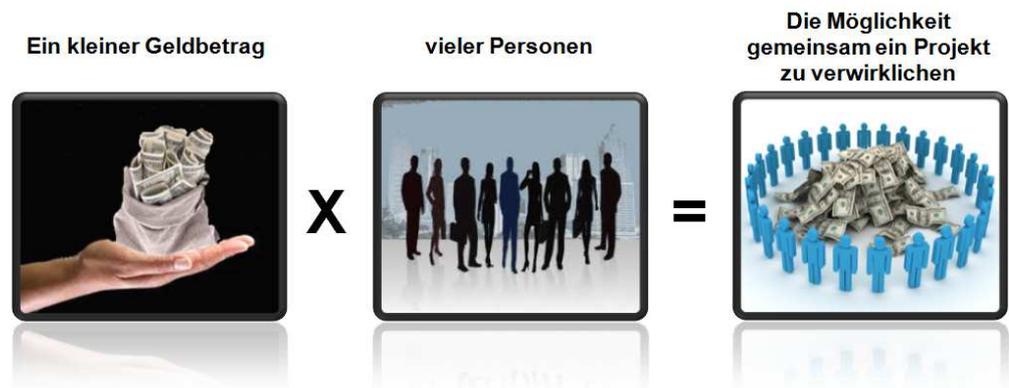
¹⁰ Heimbuch (2011); siehe auch Martin et al (2008), S. 1252.

¹¹ Vgl. Howe, J. (2009), S. 146ff.

ist das Ziel von **Crowdcreation**¹². Bei dieser Form des Crowdsourcing soll der Erfindungsreichtum und die Kreativität der Masse genutzt werden, um etwas Neues zu schaffen.

Crowdvoting¹³ basiert auf der Annahme, dass das Urteilsvermögen einer Vielzahl an Menschen aggregiert, durchschnittlich bessere Resultate bzw. Prognosen erzielt als das Urteilsvermögen einzelner Personen. Das Urteil kann sowohl bewusst (Publikumsjoker bei Fernseh Ratespielen), als auch unbewusst (Relevanzbestimmung von Websites auf Grund von Suchanfragen durch Nutzer) erfolgen. Bei der vierten Erscheinungsart handelt es sich um **Crowdfunding**, welches der Finanzierung von verschiedenartigsten Projekten dient. Abbildung 5 greift das Prinzip des Crowdfunding auf. Durch den monetäreren und nicht-monetäreren (u.a. Bekanntmachung des Projektes im eigenen sozialen Netzwerk) Beitrag vieler Unterstützer, ist es für eine Gruppe von Personen gleicher Interessenslage möglich, ein Projekt finanziell zu ermöglichen und/oder ideell zu unterstützen.

Abbildung 2 - Das Crowdfunding-Prinzip¹⁴



Das Crowdfunding-Prinzip ist an sich kein neuartiges Phänomen und findet auf lokaler Ebene schon seit geraumer Zeit statt. Spendenzahlungen an karitative Institutionen in Austausch für kleinere Gegenleistungen (Buttons, Lose) ermöglichen Projekte, welche in diesem Kontext eher dem Allgemeinwohl dienen als einzelnen Investoren. Eine grundlegende Änderung kann aber in der Art und Weise diagnostiziert werden, wie potentielle Investoren, durch den Einsatz von Web 2.0-Technologien angesprochen werden und miteinander kommunizieren können.¹⁵

Tabelle 1 stellt die Unterschiede vom ursprünglichen und modernen Crowdfunding schematisch dar. Der Vergleich soll darstellen, dass erst interaktive und kollaborative Elemente des Internets ein Crowdfunding moderner Art ermöglichen.

¹² Vgl. Surowiecki, J. (2004), S. XIV; siehe auch Howe, J. (2009), S. 177.

¹³ Vgl. Howe, J. (2009), S. 223.

¹⁴ Eigene Darstellung.

¹⁵ Vgl. Kaltenbeck, J. (2011), S. 8.

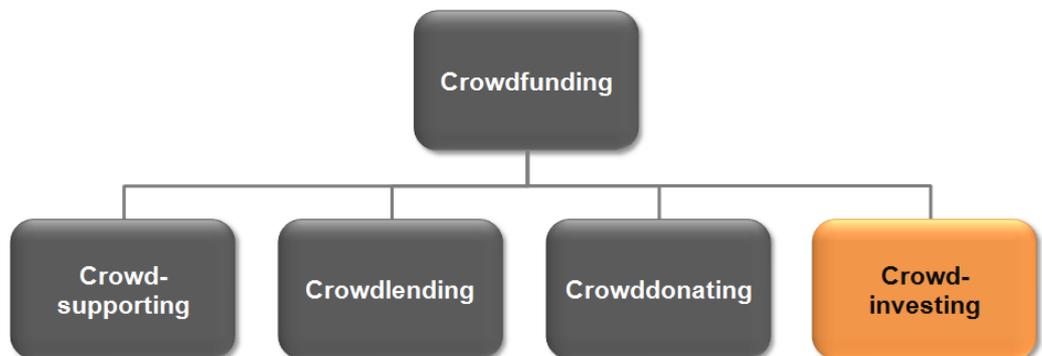
Tabelle 1 - Unterschiede zwischen ursprünglichen und modernen Crowdfunding¹⁶

	Ursprüngliches Crowdfunding	Modernes Crowdfunding
Kontaktform	vorwiegend offline	Online
Unterstützerkreis	Beschränkt	potenziell weltweit
Koordination	via Brief, Email u. Newsletter	via Onlineplattformen
Ausgang von Aktivitäten	Zentral	dezentral
Marketing	traditionelle Werbemedien	Social Media Marketing
Unterstützerverhalten	Passiv	Aktiv

Auf Grund von vorwiegend Offline-Aktivitäten bei der Ansprache potentieller Unterstützer ist der Unterstützerkreis beim Ursprünglichen Crowdfunding auf lokale bzw. nationale Akteure beschränkt. Die Koordination findet isoliert zwischen zwei Personen statt und Aktivitäten werden zentralseitig gestartet. Es wird vorwiegend mit traditionellen Werbemedien auf passiv agierende Unterstützer eingewirkt. Demgegenüber steht ein potentiell weltweiter, aktiver Unterstützerkreis beim modernen Crowdfunding. Des Weiteren ergeben sich Vorteile bei Skalierbarkeit und Kosteneffizienz durch die Online-Aktivitäten und Nutzung von Social Media Marketing beim Modernen Crowdfunding.

2.2 Crowdfunding als spezielle Form des Crowdfunding

Nachdem Crowdsourcing bereits in seine vier Unterarten ausdifferenziert wurde, soll nun Crowdfunding eingehender betrachtet werden und in seine jeweiligen Unterformen gegliedert werden.

Abbildung 3 - Crowdfunding als Unterform von Crowdfunding¹⁷

Es wurde dargestellt, dass Crowdfunding als Unterart auf den gleichen Prinzipien wie Crowdsourcing aufbaut. Gleichermäßen gibt es Ausprägungen des Crowdfundings die auf denselben Grundprinzipien basieren, sich jedoch in Feinheiten unterscheiden. Im folgenden Abschnitt werden Crowdsupporting, -lending, -donating und -investing als eine Unterform des Crowdfundings erläutert.¹⁸

Beim **Crowdsupporting**¹⁹ steht die Förderung eines kreativen Projektes im Vordergrund. Die Entlohnung der Unterstützer erfolgt durch die Umsetzung des Projektes und

¹⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Kaltenbeck, J. (2011), S. 8.

¹⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Kaltenbeck, J. (2011), S. 9.

¹⁸ Vgl. Kaltenbeck, J. (2011), S. 9.

¹⁹ Vgl. Zandvliet, K. (2010); siehe auch www.kickstarter.com.

weiteren zumeist ideellen Zugaben, die je nach Höhe der Zahlung variieren. Diese ideellen Boni können besondere Danksagungen oder Nennungen im Abspann von Filmen, Videospielen und Ähnlichem entsprechen.

Crowdlending²⁰ oder P2P-Lending bezeichnet eine Unterform von Crowdfunding bei der Kredite zwischen zwei oder mehr Individuen ausgetauscht werden. Zwischen Kreditnehmer und -geber agiert eine Onlineplattform als Intermediär. In Hinsicht auf die Kreditaufnahmefähigkeit seitens der Kreditnehmer kann hier noch einmal zwischen P2P-Krediten und Mikro-Krediten unterschieden werden. Bei P2P-Krediten, zwischen Personen ähnlichem Wohlstandsniveau, profitieren beide Parteien gleichermaßen durch die Ausschaltung von Banken als Finanzintermediäre. Kreditnehmer zahlen weniger und Kreditgeber erhalten mehr Zinsen, da die Kostenstruktur der internetbasierten Kreditvermittler geringer ist als die traditioneller Banken. Mikrokredite hingegen werden überwiegend an Personen in Entwicklungsländern vergeben, die keinen oder nur sehr eingeschränkten Zugang zu Bankleistungen haben.²¹

Der Unterschied von **Crowddonating**²² zu den bereits genannten Formen des Crowdfundings ist, dass eine Spende getätigt wird. Dies bedeutet, dass der Unterstützer keinerlei monetäre oder andere nicht-monetäre Rückzahlungen aus seiner Spende erwarten kann. Das Crowddonating-Modell eignet sich also nur für karitative Projekte, die einen emotionalen Impuls beim Unterstützer auslösen, welcher sie zum Spenden veranlasst. Onlineplattformen (z.B. www.pifworld.com) als auch Einzelpersonen (Präsident Barack Obama zur Zeit seiner Präsidentschaftskandidatur) können sich die emotionale Verbundenheit zu nutzen machen, um Spenden einzusammeln.

Beim **Crowdfunding**²³ hingegen kann der Kapitalgeber auf zukünftige Erlöse aus seiner Investition hoffen. Der Kapitalgeber investiert in Start-Up-Unternehmen und erhält im Gegenzug Anteile am Unternehmen. Je nach Ausgestaltung des Beteiligungsvertrages stellen sich die Renditechance und Rückzahlungsmodalitäten für den Investor dar. Beim Crowdfunding handelt es sich um eine Außenfinanzierung mit Finanzierungs- und Haftungscharakter (Eigenkapitalzuführung), die für Start-Ups eine potentielle Alternative zu klassischen Kapitalquellen sein kann. Koren führt mehrere Gründe an, warum Crowdfunder in Zukunft Business Angels, Venture Capitalists oder auch Banken zumindest in der Gründungsphase ergänzen bzw. ersetzen könnten. Zum einen wird es für Entrepreneure zunehmend schwieriger auf herkömmliche Weise Kapital zu finden.²⁴ Zweitens brauchen Gründer meist weniger Kapital, als Venture Capitalists oder Business Angel üblicherweise zur Verfügung stellen und um den Aufwand für diese zu rechtfertigen. Drittens gibt es eine ausreichend große Anzahl an Kleininvestoren, die auch kleinere Beträge investieren können und wollen. Zuletzt ermöglicht das Inter-

²⁰ Vgl. Koren, G. (2010f).

²¹ Vgl. Koren, G. (2010d).

²² Vgl. Koren, G. (2010b).

²³ Vgl. Koren, G. (2010c).

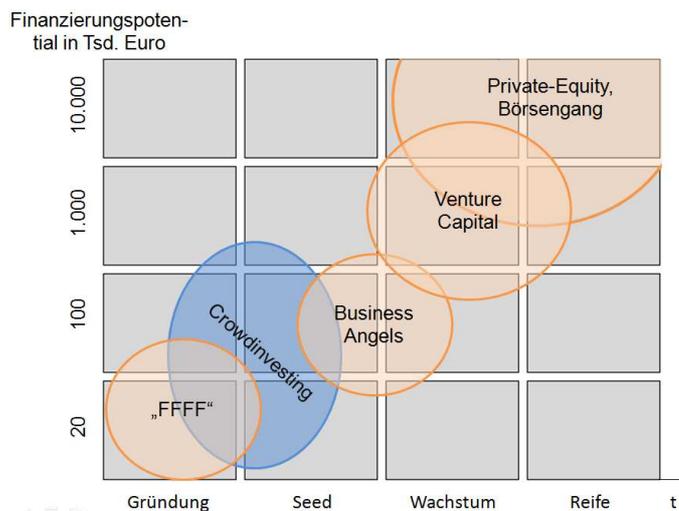
²⁴ Ein Grund dafür könnte die höhere Risikoaversion von Banken infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise seit dem Jahr 2008 sein.

net effiziente Transaktionen, die ebensolche Kleininvestitionen rentabel werden lassen.²⁵

2.3 Einordnung von Crowdfunding in die Gründungsfinanzierung

In diesem Kapitel soll Crowdfunding in die Gründungsfinanzierung eingeordnet werden und die Einsatzmöglichkeit im Lebenszyklus eines Unternehmens erörtert werden. Eine mögliche Einordnung von Crowdfunding in Relation zu anderen Finanzierungsformen für Start-Up-Unternehmen ist in Abbildung 4 dargestellt.

Abbildung 4 - Einordnung von Crowdfunding und anderer Finanzierungsformen in den Unternehmenslebenszyklus²⁶



Crowdfunding kann, wie in Abbildung 4 dargestellt, als eine Finanzierungsbrücke zwischen dem potentiell durch Gründer, Familie, Freunde sowie „Gutgläubige“ und durch Business Angel bereitgestellten Kapital dienen. Dazu muss man der These folgen, dass renditeorientierte Investoren erst ab einer angemessen hohen Investitionssumme bereit sind in ein Unternehmen zu investieren, da ansonsten der mit dem Engagement verbundene Aufwand und das Risiko zu hoch sind. Brettel et al. stützen diese These und geben eine durchschnittliche Beteiligungssumme von 200.000 Euro für Business Angel und ab 500.000 Euro für Venture Capital-Gesellschaften an.²⁷ Desweiteren verlangen Risikokapitalgeber, Venture Capital-Gesellschaften stärker als Business Angels, überdurchschnittliche Renditen von ihren Investitionen.²⁸ Für Start-Up-Unternehmen, die keine deutlich zweistelligen Renditen erwarten lassen können, bedeutet dies meist das Ende im Auswahlprozess, obwohl der eigentliche Businessplan positiv ist. Die Forderung hoher Renditen seitens der Risikokapitalgeber ist dadurch bedingt, dass ein Großteil der Unternehmen die hohen Renditeziele verfehlt oder ganz vom Markt abtritt und die verbliebenen Start-Ups den Ausfall kompensieren müssen.

²⁵ Vgl. Koren, G. (2010e).

²⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Kaltenbeck, J. (2011), S. 10.

²⁷ Vgl. Brettel M. J. (2000), S. 170ff. Das Business Angel Netzwerk Deutschland geht von einer Beteiligungssumme von 64.000 - 320.000 Euro pro Unternehmen aus. Im Durchschnitt aber weniger als 200.000 Euro.

²⁸ Vgl. Horst, P., Krüger, P., S.16.

In diese bestehende Lücke, die Finanzierung von jungen Unternehmen, welche auf Grund von moderaten Renditeerwartungen nicht von Risikofinanzierern unterstützt werden, könnte Crowdfunding als Alternativfinanzierung treten. Das soll jedoch nicht ausschließen, dass auch ein durch die Crowd finanziertes Unternehmen außerordentliche Renditen erzielen kann. Zudem sind weitere Gründe denkbar, die einen Crowdfunder zur Beteiligung an einem Unternehmen bewegen können. Sowohl die Überzeugung von einem Produkt oder Gründer bzw. Gründerteam können Auslöser für ein Investment sein, als auch das Interesse an alternativen Erlösquellen mit lukrativen Risiko-Rendite-Konstellationen. Es kann somit festgehalten werden, dass die vier Formen des Crowdfunding auf dem gleichen Prinzip basieren, sich aber im Prozessablauf und der Mittelverwendung teilweise stark voneinander unterscheiden.

2.4 Abgrenzung zu anderen Begriffen

Nachdem der Begriff Crowdfunding erläutert sowie von verwandten Begriffen abgegrenzt wurde, sollen in diesem Kapitel einige Begriffe angesprochen werden, die häufig synonym verwendet werden oder eng mit Crowdfunding im Allgemeinen verbunden werden.

Social Payment bezeichnet die meist geringe, freiwillige Zahlung für ein immaterielles Gut und wird auch als Variante von Crowdfunding verstanden.²⁹ Bei den bisher vorgestellten Varianten des Crowdfundings handelte es sich um ein „ex ante crowdfunding“³⁰, d.h. die monetäre Unterstützung zielt auf die Ermöglichung der Durchführung ab. Bei Social Payments hingegen handelt es sich um „ex post facto crowdfunding“³¹, d.h. die Zahlung wird für ein fertiges Produkt geleistet und dient der finanziellen Würdigung. Beispiele für Social Payment Dienste sind u.a. Flattr und Kachingle. Als weitere Abgrenzung zum Crowdfunding lässt sich feststellen, dass die Geldgeber nicht am Projekt und somit auch nicht an dessen Erfolg beteiligt werden. Ebenfalls ist mit höheren Zahlungen keine weitere Aufwertung des individuellen Beitrags, wie es jedoch beim Crowdsupporting der Fall ist, vorgesehen. Jeder Unterstützer erhält die gleiche Gegenleistung.

Unter **Paid Content** (engl. bezahlter Inhalt) versteht man die kostenpflichtige Nutzung digitaler Inhalte.³² Entsprechende Güter sind neben Websites auch die digitalen und online verfügbaren Versionen von Büchern, Zeitungen, etc. Von Crowdfunding und Social Payment ist Paid Content dahingehend abzugrenzen, dass vor der Nutzung eines Online-Angebots verpflichtend bezahlt werden muss. Die Höhe der Zahlungen liegt hierbei oft im Micropayment-Bereich³³ zwischen 0,01€ bis 5,00€. Dies ist eine weitere Abgrenzung zum Crowdfunding und im Speziellen zum Crowdfunding, bei denen die Minimalbeträge deutlich darüber liegen.

²⁹ Vgl. Loll et al. (2010), S. 4.

³⁰ Kappel, T. (2009), S. 375.

³¹ Kappel, T. (2009), S. 375.

³² Vgl. Stahl, F. 2005, S. 36.

³³ Vgl. Kaltenbeck, J. (2011), S. 22f.; Die Spanne von 0,01 € - 0,05 € wird als Picopayment bezeichnet. Der Begriff Kleinbetragszahlung kennzeichnet den Bereich zwischen 0,05 €-5,00 €. Darüber hinaus wird vom Macropayment gesprochen.

Das Konzept der **Mikrokreditvergabe** an Kleinst- und Kleinunternehmer erhielt durch die Vergabe des Friedensnobelpreises 2006 an Muhammad Yunus, den Initiator eines Mikrokredit-Modells in Bangladesch, enorme Aufmerksamkeit. Die wirtschaftliche Entwicklung in Entwicklungsländern soll durch Vergabe von Kleinstkrediten bis circa 1.500 USD an UnternehmerInnen unterstützt werden.³⁴ Die durch Mikrokredite angesprochene Zielgruppe zeichnet sich dadurch aus, dass sie keinen oder nur sehr eingeschränkten Zugang zu Finanz(dienst)leistungen durch Banken hat. Dies liegt zum Teil an der schlechten Infrastruktur, aber auch an der nur rudimentären Verbreitung von Finanzinstituten in den ländlichen Gegenden der Entwicklungsländer. Weite Wege für die Geldeinsammler und in Relation zum Kreditbetrag hohe Transaktionskosten lassen Mikrokredite im Vergleich sehr teuer werden.³⁵

Im Grundsatz mit Crowdlending vergleichbar, mit der Einschränkung, dass bei Mikrokrediten eine Institution eine Vielzahl an Kreditnehmer versorgt, können Mikrokredite nicht als potentielle Finanzierungsquelle für westliche Start-Up-Unternehmen gesehen werden. Neben den zu geringen Finanzierungsbeträgen sind die Geschäftsmodelle deutlich risikoreicher und die Rückzahlung damit unsicherer, als sie es beispielsweise bei einem Reisbauern in Bangladesch sind, der sich von dem Mikrokredit neues Saatgut kauft.

3. Darstellung des Crowdfunding als Finanzierungsprozess

Dass Crowdfunding keine Erfindung des Internets ist, wurde in Kapitel 2.3.1 bereits dargestellt. Ebenso ist auch Crowdfunding keine neuzeitliche Invention, die erst durch Web 2.0³⁶-Technologien möglich wurde. Eilenberger beschrieb im Jahr 1994 ein Modell (Optionsrechtskapital für small business) der Berliner Bürgschaftsbank³⁷, bei dem sich Verwandte, Kunden, Mitarbeiter und andere Investoren an einem Unternehmen über eine stille Beteiligung mit Eigenkapital beteiligen konnten. Entgolten wurden sie mit einem bundesanleihenahen Zins. Ein Optionsrecht, welches nach 36 Monaten oder bei maßgeblicher Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse des Unternehmens in Anspruch genommen werden konnte, versicherte ihnen die Rückzahlung ihrer Einlage. In diesem Fall kaufte die Bank den Anteil des stillen Gesellschafters, ohne jedoch einen Ausgleich für einen gegebenenfalls gestiegenen Anteilswert zu bezahlen. Die Kosten betragen für die Investoren ein Prozent der Zinserträge und für den Unternehmer ein Prozent der Beteiligungssumme. Im Grundgedanken ähnelt dieses Modell dem bereits beschriebenen Crowdfunding, jedoch sind einige Unterschiede zur modernen Version feststellbar.³⁸ Start-Up-Unternehmen verfügen in ihrer Anfangsphase wenn überhaupt nur über eine beschränkte Anzahl an Mitarbeitern und Lieferanten, die als potentielle Investoren genutzt werden können. Zudem ist die Kapitalakquise

³⁴ Vgl. Schäfer, H., Oehri, O. (2008), S. 16.

³⁵ Vgl. Morduch, J. (1999), S. 1575f. Ein Kredit über 100 USD verursacht einen vergleichbaren Aufwand wie ein Kredit über 5.000 USD. In Relation ist der Gesamtaufwand für den günstigen Kredit also fünfzig Mal höher.

³⁶ Messerschmidt et al. (2010), S. 13.

³⁷ Vgl. Eilenberger, G. (1994), S. 257.

³⁸ Siehe Kapitel 2.3.1.

und der Beteiligungsprozess für Start-Ups durch die Crowdfundingplattformen deutlich abgewandelt worden. Bevor in Kapitel 3.2 näher auf den Crowdfundingprozess eingegangen wird, werden Crowdfundingplattformen zuvor systematisiert und die bisherige Relevanz von Crowdfunding in Deutschland beschrieben.

3.1 Systematisierung und bisherige Relevanz von Crowdfundingplattformen als Finanzintermediäre

Im deutschsprachigen Raum gibt es derzeit fünf Crowdfundingplattformen, die als Finanzintermediäre zwischen Start-Up-Unternehmen und Investoren fungieren. In einer allgemeinen Auslegung werden unter dem Begriff Finanzintermediär Institutionen subsumiert, die den Handel zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern ermöglichen oder vereinfachen.³⁹ Die den Finanzintermediären (z. B. Banken, Versicherungen) klassischerweise zugeordnete Transformationsfunktion⁴⁰ (Losgrößen-, Fristen- und Risiko-transformation) übernehmen die Crowdfundingplattformen nicht. Jedoch haben sie eine Auswahlfunktion in dem Sinne, dass sie festlegen können, welches Start-Up-Unternehmen sich auf der Plattform präsentieren darf. Weiterhin bieten sie Kapitalgebern und -nehmern einen virtuellen Markt, auf dem sich die Parteien treffen und austauschen können (Koordinationsfunktion⁴¹).

Die fünf Crowdfundingplattformen des deutschsprachigen Raums geben einen Überblick über die mögliche Beteiligungsform, mit der sich Investoren an Unternehmen beteiligen können.⁴² Die beiden schweizerischen Plattformen (c-crowd und Investiere.ch) vermitteln Beteiligungen in Form von Aktien. Diese direkte Beteiligung am Grundkapital (bzw. am Stammkapital, im Falle einer der deutschen GmbH-ähnlichen Unternehmensrechtsform) der Gesellschaft wird auch von anderen internationalen Crowdfundingplattformen genutzt.⁴³ Die Beteiligungen an Unternehmen, die von deutschen Crowdfundingplattformen vermittelt werden, geschehen in Form der typischen stillen Gesellschaft (Seedmatch), atypischen stillen Gesellschaft (Innvestment) oder durch die Ausgabe von Genussscheinen (Mashup Finance) durch die Unternehmen. Allgemein können derzeit also fünf Grundtypen als Beteiligungsform bestimmt werden. Diese werden in Abbildung 5 dargestellt:

³⁹ Vgl. Buhl, H. U., Kundisch, D. (2003), S. 503f.

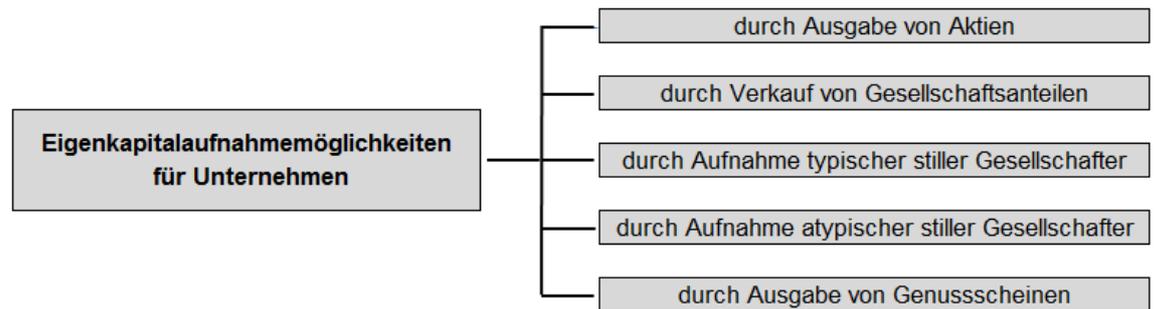
⁴⁰ Vgl. Betge, P. (1996), S. 12-34.

⁴¹ Vgl. Hartmann-Wendels et al. (2007), S. 4ff.

⁴² Siehe Abbildung 23 im Anhang.

⁴³ Unter anderem „Crowd Cube“ aus Großbritannien und Grow VC mit Unternehmenssitz in Hong Kong. Bei GmbH-ähnlichen Rechtsformen kann der Gesellschaftervertrag Rechte und Pflichten des neuen Gesellschafters regeln.

Abbildung 5 - Darstellung der über Crowdfundingplattformen vermittelten Beteiligungsformen⁴⁴



Zum einen können Investoren ihr Eigenkapital im Rahmen einer Kapitalerhöhung als Gesellschafter bzw. Aktionär, mit entsprechenden Rechten und Pflichten, in das Unternehmen einbringen. Zum anderen sind Beteiligungen per stiller typischer / atypischer Gesellschaft oder durch den Erwerb von Genussscheinen weitere Möglichkeiten Eigenkapital einem Unternehmen zukommen zu lassen. Bisher scheint die Beteiligungsform per stiller Gesellschaft eine rein deutsche Lösung zu sein, obwohl vergleichbare Rechtsformen unter anderem auch in der Schweiz (ebenfalls stille Gesellschaft⁴⁵) oder Frankreich (Société en participation⁴⁶) existieren.

Nach der Kategorisierung möglicher Beteiligungsformen per Crowdfunding schließt sich eine Überprüfung der bisherigen Relevanz von Crowdfunding in Deutschland an. Dafür wird zunächst ein Überblick über die bisherigen Fördersummen für Start-Up-Unternehmen (Seed- und Early-Stage-Finanzierung) in Deutschland gegeben. Anschließend folgt eine Einordnung der Relevanz von Crowdfundingplattformen, in dem bisherige VC-Finanzierungsvolumina und über Crowdfundingplattformen eingesammeltes Kapital in Relation gesetzt werden.

Im Jahr 2010 haben 936.000 Personen eine selbstständige Tätigkeit aufgenommen.⁴⁷ Somit bestätigte sich die positive Trendumkehr seit dem Tiefpunkt im Jahr 2008 mit circa 795.000 Gründern. Jedoch wird ein großer Teil der Unternehmen im Nebenerwerb (540.000 Personen im Jahr 2010) geführt und kann damit nicht Gegenstand der Betrachtung sein. Wie viele der restlichen 396.000 Vollerwerbsgründer ein Unternehmen betreiben, welches für Crowdfunding geeignet ist bzw. geeignet gewesen wäre, ist schwierig zu evaluieren. Da Crowdfunder aufgrund des von ihnen mitgetragenen unternehmerischen Risikos ein überdurchschnittliches Wachstum der finanzierten Unternehmen erwarten, sind insbesondere High-Tech-Unternehmen für diese Finanzierungsform prädestiniert. Schätzungen gehen von circa 17.000 High-Tech-Gründungen jährlich aus.⁴⁸ Dennoch ist eine exakte Selektion auch hier schwierig und daher scheint eine Annäherung über die jährlichen Finanzierungsvolumina als zielführend. Aus diesem Grund schließt sich eine Betrachtung der jährlichen Fördersumme von Start-Up-Unternehmen durch Venture Capital-Gesellschaften in Deutschland an.

⁴⁴ Eigene Darstellung.

⁴⁵ Vgl. Hössli, B. (2008), S. 72ff.

⁴⁶ Vgl. Hellio, F., Thill, P.-S. (2002), S. 159.

⁴⁷ Vgl. KfW Gründungsmonitor (2011), S. 3.

⁴⁸ Vgl. ZEW (2010), S. 1.

Die Förderung junger Unternehmen (Seed- und Early-Stage-Finanzierung) hatte ihren bisherigen Höhepunkt im Jahr 2001. Es wurden 172,1 Mio. Euro an 103 Unternehmen in der Seed-Phase und 982,2 Mio. Euro an 732 Unternehmen in der Start-Up-Phase vergeben.⁴⁹ Die Finanzierung lag somit durchschnittlich deutlich über einer Million Euro je Unternehmen. Nach dem Einbruch des Marktes in Folge der „New Economy“-Krise erholte sich der Markt für Venture Capital kontinuierlich, konnte das alte Niveau aber bisher nicht wieder erreichen. Insbesondere im Bereich der Seed-Finanzierung ist eine Trendwende zu erkennen. Wurden im Jahr 2001 noch wenige Unternehmen mit siebenstelligen Beträgen finanziert, verbreiterten die Venture Capital-Gesellschaften ihr Portfolio und reduzieren gleichzeitig die durchschnittlichen Fördersummen.⁵⁰ Im Jahr 2010 wurden 657 Unternehmen (2009: 616 Unternehmen) mit insgesamt 379,1 Mio. Euro (2009: 441,4 Mio. Euro) finanziert.⁵¹ Somit liegt die durchschnittliche Finanzierung je Unternehmen bei circa 577.000 Euro im Jahr 2010. Dieses Finanzierungsvolumen entspricht derzeit nicht den auf Crowdfundingplattformen angestrebten maximalen Finanzierungsbeträgen von 200.000 Euro.⁵² Auszuschließen ist ein solches Finanzierungsvolumen zukünftig jedoch nicht.

Geht man davon aus, dass der Großteil der Unternehmen den Auswahlprozess der Venture Capital-Gesellschaften nicht übersteht (in der Literatur schwankt die Bandbreite zwischen 95 - 99 Prozent der nach Finanzierung suchenden Unternehmen)⁵³, die Entrepreneure jedoch an ihr Konzept glauben und es trotz Ablehnung umsetzen wollen, so kann davon ausgegangen werden, dass ein für Crowdfunding relevanter Markt in Deutschland besteht.

Der weltweite Crowdfunding-Markt ist über eine Milliarde Dollar groß.⁵⁴ Der überwiegende Anteil entfällt mit circa 80 Prozent auf Crowdlending. Das Volumen für Crowddonating liegt bei circa 15 Prozent. Crowdsupporting hat einen Anteil von circa vier Prozent und Crowdfunding, die jüngste Form des Crowdfundings, erreicht circa ein Prozent Marktanteil.⁵⁵ Dementsprechend wären weltweit circa zehn Millionen Dollar dem Crowdfunding zuzuordnen. Das Crowdfunding-Marktvolumen in Deutschland wird mit insgesamt 550.000 Euro für das Jahr 2011 prognostiziert. Würde man die weltweite prozentuale Verteilung auch für Deutschland annehmen, ergebe sich ein Marktvolumen von gerade einmal 5.500 Euro. Jedoch bezieht die Analyse die Crowdfundingplattform Innovestment (welche Stand 05.12.2011 bereits 170.000 Euro eingeworben hat) bisher nicht mit ein. Ebenfalls keine Beachtung finden momentan die Plattformen Seedmatch und Mashup Finance. Über Seedmatch sind Stand 05.12.2011 bereits 349.250 Euro eingesammelt worden, Mashup Finance ist gegenwärtig noch nicht aktiv. Somit haben zwei Crowdfundingplattformen in Deutschland seit September 2011 519.250 Euro eingesammelt, was annähernd dem prognostizierten Crowd-

⁴⁹ Siehe Abbildung 19 im Anhang.

⁵⁰ Dies könnte auch ein Hinweis auf einen reduzierten Kapitalbedarf seitens der Unternehmen hindeuten.

⁵¹ Vgl. Abbildung 22 im Anhang.

⁵² Siehe dazu u.a. www.innovestment.de, www.investiere.ch.

⁵³ Vgl. Heister, P. (2010), S. 137f.

⁵⁴ Vgl. Koren, G. (2010a).

⁵⁵ Vgl. microinvest.com (2011).

funding-Gesamtmarktvolumen entspricht.⁵⁶ Daher kann diagnostiziert werden, dass es derzeit noch keinen adäquaten Monitoringprozess für Crowdfunding insgesamt und Crowdfunding im Speziellen in Deutschland gibt.

Obwohl sich der Markt anscheinend sehr dynamisch entwickelt, ist Crowdfunding derzeit noch als Nischenfinanzierung anzusehen. Setzt man die bisher in Deutschland per Crowdfundingplattformen akquirierten Gelder mit der im Jahr 2011 durch VCG aufbrachten Gelder in Relation, so beträgt das crowdfinanzierte Kapital nur 0,12 % vom Venture Capital bzw. auf das Gesamtjahr prognostiziert circa 0,48%.⁵⁷

Zur Erläuterung der Funktionsweise von Crowdfundingplattformen wird die Plattform Innvestment gewählt, die zusätzlich zu den anderen Plattformen einen speziellen Auktionsmechanismus für die Bestimmung des Anteilspreises am zu finanzierenden Unternehmen nutzt.

3.2 Erläuterung des Finanzierungsprozesses am Beispiel der Plattform „Innvestment“

In diesem Kapitel wird anhand der Crowdfundingplattform Innvestment, eine Ausgründung der RWTH Aachen, der Gesamtprozess von der Bewerbung der Gründer mit ihrem Start-Up-Unternehmen bei der Plattform bis zum Vertragsschluss mit den Investoren detailliert beschrieben. Dafür werden sowohl die Perspektiven der Gründer als auch der Investoren eingenommen. Es wird darauf hingewiesen, dass die Betreiber von Innvestment.de für die Beteiligung von Investoren an Start-Up-Unternehmen eine atypische stille Gesellschaft als Beteiligungsform vorsehen und der Anteilspreis in einem Auktionsverfahren bestimmt wird.

3.2.1 Betrachtung aus Gründerperspektive

Der Prozessablauf für Unternehmen auf der Crowdfundingplattform Innvestment kann für Unternehmen in fünf Schritte unterteilt werden. Dies sind die Bewerbung, Registrierung, Präsentation des Unternehmens, Auktion sowie Umsetzung oder Rückzahlung.⁵⁸ Bevor ein Start-Up-Unternehmen sich auf der Plattform anmelden und präsentieren darf, müssen sich die Gründer mit ihrer Geschäftsidee bewerben. Nach einer intensiven Prüfung durch Vertreter der Plattform wird die Zustimmung oder Ablehnung signalisiert. Im positiven Fall kann mit der Registrierung fortgefahren werden.

Die Registrierung des Unternehmens ist obligatorisch, denn ohne sie wäre eine Kontaktaufnahme und spätere korrekte Vertragsabwicklung nicht möglich. Gleichzeitig müssen der oder die Gründer festlegen, wie viel Kapital minimal bzw. maximal über die

⁵⁶ Siehe Abbildung 18 im Anhang.

⁵⁷ Die Daten in Abbildung 24 im Anhang zeigen ein investiertes Seed- und Start-Up-Capital bis 3. Quartal 2011 von 322.220.000 €. Daraus folgt $322.220.000 \text{ €} / 3 \cdot 4 = 429.626.666 \text{ €}$ (Prognose 2011). Nun können die Werte für das per Crowdfunding aufbrachte Kapital im 4. Quartal 2011 in Relation zum prognostizierten Seed- und Start-Up-Capital 2011 gesetzt werden. Es ergibt sich folgender Wert: $519.250 \text{ €} / 429.626.666 \text{ €} = 0,12086 \%$. Rechnet man das durch Crowdfundingplattformen im vierten Quartal 2011 eingesammelte Kapital auf das Gesamtjahr hoch ergibt sich eine Summe von $519.250 \text{ €} \cdot 4 = 2.077.000 \text{ €}$. Setzt man diese Prognose mit dem prognostizierten Seed- und Start-Up-Capital 2011 in Relation, ergibt sich folgender Wert: $2.077.000 \text{ €} / 429.626.666 \text{ €} = 0,48344 \%$.

⁵⁸ Siehe Abbildung 14 im Anhang.

Plattform eingeworben werden soll. Dazu sollte im Vorhinein eine Kapitalbedarfsrechnung⁵⁹ im Rahmen eines Businessplans⁶⁰ durchgeführt werden. Weiterhin muss das Start-Up-Unternehmen bestimmen, welchen prozentualen Anteil am Gewinn es an die Investoren (die späteren stille Gesellschafter) abzutreten bereit ist. Bei jeder Auktion ist auch ein Mindestpreis pro zu ersteigerndem Anteil (bezogen auf eins von hundert Prozent) im Voraus festzulegen. Dieser Mindestpreis kann durch zusätzliche Informationen, z.B. durch Dokumente zur Unternehmensbewertung⁶¹, fundiert werden.

Nachdem die wichtigsten Rahmendaten festgelegt worden sind, ist das Start-Up dazu angehalten, sich potentiellen Investoren zu präsentieren und deren Interesse zu wecken. Zu diesem Zweck wird jedem Unternehmen ein Profil eingerichtet. In welchem Umfang Informationen eingestellt werden, ist den Unternehmen selbst überlassen, jedoch ist es sinnvoll, möglichst umfassend zu berichten um Informationsdefizite auf der Gegenseite zu verringern und somit Vertrauen zu schaffen.

Abbildung 6 - Unternehmensprofil auf Innvestment.de⁶²

The screenshot shows the profile of Audiogent GmbH on the Innvestment.de platform. The profile is organized into several sections:

- Navigation:** Tabs for 'Geschäftsidee', 'Finanzen', 'Gründer', 'News', and 'Auktion' are visible at the top.
- Business Idea (Geschäftsidee):**
 - Includes a video player showing a smartphone with the 'RAUM ZEIT' app and the text 'DER VERBOTENE SEKTOR'.
 - Below the video is the heading 'Geschäftsidee' and a sub-heading 'Zusammenfassung Geschäftsplan'.
 - The summary text states: 'Audiogent ermöglicht es als erste Firma auf dem Weltmarkt, Interaktive Hörspiele und Hörbücher zu produzieren und zu verkaufen. Diese bieten den Konsumenten langanhaltende, immer wieder neue Unterhaltung mit einem einzigen Produkt. Das neue Medium entwickelt Audiogent Anfangs für Smartphones und bietet es schon heute für iPhone, iPod und iPad an.'
 - A note at the bottom: 'Für die Markterschließung setzt Audiogent auf starke Partner und Marken, für Deutschland sind dies: • Die drei ??? (erstes Release 19.08.2011)'
- Company Profile (Right Side):**
 - Company Name:** Audiogent GmbH
 - Logo:** AUDIOGENT
 - Adresse:** Audiogent GmbH, Rogätzer Str. 5a, 39106 Magdeburg, Germany. Website: <http://www.audiogent.de>
 - Handelsregister Nr.:** HRB 12741
 - Handelsregister Ort:** Stendal
 - Branche:** Medien
 - Geschäftszweck:** Entwicklung und Vermarktung von Software, Technologie, Arbeitsabläufen und literarischen Werken in jeglichen Formen, sowie Handel mit Lizenzen, Soft- und Hardware
 - Anzahl Mitarbeiter:** 3
 - Aktueller Status:** Wachstum (seit über 6 Monaten am Markt)
 - Gründungsdatum:** 22.07.2010
 - Ansprechpartner - Contact person:** Name: Robert Lübke, Position: Geschäftsführer / COO, E-Mail: robert.luebke@audiogent.de, Telefonnummer: 0391 / 67 121 94

In Abbildung 9 ist ein Unternehmensprofil dargestellt. Die unter den Reitern „Geschäftsidee“ und „Finanzen“ vorgestellten Informationen entsprechen einer Executive Summary⁶³. Auf der rechten Seite werden dem Investor Adressdaten, Handelsregistereintrag und weitere Informationen nach vorheriger Einwilligung durch das Start-Up-Unternehmen angezeigt. Dazu zählen zum einen der gesamte Businessplan, den Investoren einsehen und prüfen können und zum anderen der Gesellschaftervertrag.⁶⁴

⁵⁹ Vgl. Franke, G., Hax, H. (2004), S. 104.

⁶⁰ Vgl. Fueglistaller et al. (2008), S. 229ff.

⁶¹ Vgl. Fueglistaller et al. (2008), S. 150-155.

⁶² www.innvestment.de. Einsehbar für angemeldete User.

⁶³ Vgl. Portisch, W. (2008), S. 117.

⁶⁴ Ein als Beispiel dienender Innvestment-Standardvertrag kann auf www.innvestment.de eingesehen werden.

Unter dem Reiter „Gründer“ ist eine Seite eingerichtet, die den Entrepreneuren als Präsentationsplattform für sich selbst dient. Diese können die Gründer nutzen, um potentielle Investoren, mit ihrem fachlichen Hintergrund und ihrer persönlichen Motivation für das Projekt, zu überzeugen. Die Darstellung der eigenen Qualifikationen ist ein integraler Bestandteil eines Businessplans, dem mit dieser Kategorie Rechnung getragen wird.

Unter dem Reiter „News“ werden sämtliche Meldungen des Start-Ups zusammengefasst, die für die Investoren relevant sind oder von Interesse sein könnten. Des Weiteren wird Investoren neben der Möglichkeit des direkten Kontakts mit den Gründern, bisweilen die Möglichkeit gegeben, in einer virtuellen Investorenkonferenz Fragen zu stellen. Unter dem Reiter „Auktion“ werden mit Beginn der Auktion alle relevanten Details (Unternehmensbewertung, eingeworbenes Kapital, Restlaufzeit der Auktion, etc.) aufgeführt. In Kapitel 3.2.2 folgt eine intensivere Betrachtung des Auktionsmechanismus.

Im Falle einer ausreichenden Finanzierung, d. h. das minimal geplante Kapital wurde eingeworben, werden die Gesellschafterverträge mit den Investoren abgeschlossen und das Unternehmen führt zwischen vier bis acht Prozent vom eingesammelten Kapital als Gebühr an Innovestment ab.⁶⁵ Dies erfolgt, indem der Investor seine Adress- und Kontodaten, sowie den erworbenen Anteil in den Beteiligungsvertrag einträgt und an Innovestment.de schickt. Außerdem muss der Investor innerhalb von vierzehn Tagen seine Kapitaleinlage erbringen. Der Standardbeteiligungsvertrag ist juristisch geprüft und erlaubt daher eine Beteiligung, ohne dass ein Notar nach erfolgreicher Auktion aufgesucht werden muss.⁶⁶ Gemäß dem im Vertrag festgelegten Beteiligungsverhältnis partizipiert der Investor in den Folgejahren an Gewinnen und Unternehmenswertsteigerungen.

Sollte es nicht gelingen, im Auktionszeitraum das minimal geplante Kapital einzuwerben, kommt es nicht zu einem Vertragsschluss zwischen Unternehmen und Investoren. Das Start-Up ist verpflichtet, die Investoren schriftlich zu informieren und bereits geleistete Einlagen einzelner Investoren zurückzuerstatten. Weitere Ansprüche können darüber hinaus nicht geltend gemacht werden.

3.2.2 Betrachtung aus Investorenperspektive

Für den Ablauf des Beteiligungsprozesses können vier Einzelschritte identifiziert werden. Hierbei handelt es sich um die Registrierung, Informationssammlung und Bewertung von Start-Ups, Auktion sowie der Vertragsschluss.⁶⁷

Ein Investor, der einen Teil seines Vermögens über die Crowdfundingplattform Innovestment anlegen möchte, muss sich zu Beginn kostenlos auf der Plattform anmelden. Neben den Adressdaten werden Beschäftigungsverhältnis, bisherige Anlageklassen und die maximale Investitionssumme via Innovestment abgefragt. Dies hat den Vorteil für die Unternehmen, dass sie sich vorab einen Eindruck über die potentiellen Investo-

⁶⁵ Vgl. Innovestment, (2011c).

⁶⁶ Vgl. Innovestment, (2011a).

⁶⁷ Vgl. Abbildung 15 im Anhang.

ren verschaffen können. Die Adressdaten werden benötigt um den Investoren eindeutig identifizieren zu können. Nach der initialen Anmeldung wird postalisch ein Zugangscode an die Heimadresse des Investors versandt. Um sich als Investor freischalten lassen zu können, muss der Zugangscode im persönlichen Profil eingegeben werden. Durch die Authentifizierung wird zum einen erreicht, dass sich niemand anonym auf der Plattform bewegt und zum anderen sind somit alle Parteien registriert und im Fall einer Streitigkeit per Adresse ermittelbar.

Nach der Freischaltung als Investor können die Profile der Start-Up-Unternehmen eingesehen werden. Für weiterführende Inhalte (Businessplan, Beteiligungsvertrag, etc.) muss der Investor die individuelle Freigabe durch das Start-Up-Unternehmen beantragen. Erteilt das Start-Up die Freigabe, sind sämtliche Details zur Einsicht verfügbar und können in die persönliche Bewertung mit einfließen. Im Rahmen seiner Möglichkeiten kann der Investor eine Prüfung und Bewertung der ihm zur Verfügung stehenden Daten vornehmen. Insbesondere die fachlichen Fähigkeiten eines Investors haben zu diesem Zeitpunkt entscheidenden Einfluss auf die Qualität der später getroffenen Entscheidungen. Zur weiteren Absicherung der eigenen Entscheidung besteht die Möglichkeit, die Unternehmer persönlich zu kontaktieren oder im Rahmen einer Investorenkonferenz zu befragen. Je nachdem zu welcher Entscheidung der Investor gelangt, kann er an der Auktion der Unternehmensanteile teilnehmen oder sich dagegen entscheiden.

Im Rahmen der Auktion wird auf Anteile am Start-Up-Unternehmen in Form einer atypischen stillen Beteiligung geboten.

Abbildung 7 - Auktion von stillen Gesellschaftsanteilen⁶⁸



Wie in Abbildung 7 dargestellt, werden sämtliche auktionenrelevante Daten in einem Investorencockpit⁶⁹ präsentiert. Es wird der aktuelle Stand des bereits eingeworbenen Kapitals sowohl numerisch als auch grafisch dargestellt. Im oberen Teil des Investo-

⁶⁸ Vgl. Innovestment (2011b).

⁶⁹ In Anlehnung an den Controllingbegriff Management-Cockpit.

recockpits wird der Erfüllungsgrad des minimalen Finanzierungsziels prozentual angezeigt. Darüber hinaus wird abgebildet, wie viel Kapital maximal über die Crowdfundingplattform eingesammelt werden soll.

Die Anteilsgröße (AG) zeigt an, welchen Anteil (A) am Gewinn und gesteigerten Unternehmenswert der Investor mit jedem ersteigerten Anteil erwirbt. Die Höhe des Anteilspreises (AP) wird durch einen vom Start-Up gesetzten Mindestpreis oder von dem letzten noch erfolgreichen Gebot bestimmt. Aus der Multiplikation der Anteile und des Anteilspreises ergibt sich das eingeworbene Kapital (EK).⁷⁰

Abbildung 8 - Berechnungsformel für Eingeworbenes Kapital⁷¹

$$EK = A \times AP$$

EK - Eingeworbenes Kapital A - Anteile AP - Anteilspreis

Der Start-Up-Wert (SUW) ist ein rechnerischer Wert, der sich aus der Division des Anteilspreises durch die Anteilsgröße multipliziert mit Einhundert ergibt.⁷² Durch Extrapolation kann somit ausgedrückt werden, was die Investoren für einhundert Prozent, d.h. das gesamte Unternehmen, zu zahlen bereit wären.

Abbildung 9 - Berechnungsformel des Start-Up-Wertes⁷³

$$SUW = (AP / AG) \times 100$$

SUW - Start-Up-Wert AP - Anteilspreis AG - Anteilsgröße

Rational agierende Akteure werden zunächst für sämtliche Anteile nur den Mindestpreis resp. geringst möglichen Preis bieten. Erst wenn alle Anteile belegt sind und die persönliche Einschätzung eines Investors höhere Anteilspreise rechtfertigt, wird er auch einen gesteigerten Anteilspreis zahlen, d.h. die Preisbereitschaft⁷⁴ des Investors ist höher als der aktuelle Anteilspreis.

Abbildung 10 - Start-Up-Wert wenn Preisbereitschaft > aktuellem Anteilspreis⁷⁵

$$10 \times 2.857 \text{ €} = 28.570 \text{ €} \Rightarrow 1.428.500 \text{ €}$$

Anzahl Höchstpreis Maximale Maximaler
Anteile je Anteil Investitionssumme Start-Up-Wert

In Abbildung 10 ist der Fall dargestellt, dass ein Investor bereit ist, zehn Anteile zu einem von ihm als maximalen Anteilspreis festgelegten Kurs von 2.857 Euro zu kaufen. Für den Investor ergäbe sich im Falle eines erfolgreichen Angebots eine Investitionssumme von 28.570 Euro, welche ihm einen zwei prozentigen stillen Gesellschafteranteil am Start-Up-Unternehmen sichern würde. Der Investor würde den Gesamtwert des Start-Up-Unternehmens demnach mit 1.428.500 Euro bewerten.⁷⁶

Das Investorecockpit zeigt außerdem die Restdauer der Auktion an. Zwar ist die Restlaufzeit auf einen bestimmten Termin festgelegt, jedoch wird die Auktionszeit um je-

⁷⁰ In diesem Fall werden fünfzig Anteile mit einem Mindestpreis von eintausend Euro verkauft. Daraus ergibt sich ein eingeworbenes Kapital von fünfzigtausend Euro.

⁷¹ Eigene Darstellung.

⁷² Für eine Anteilsgröße von 0,2 Prozent wird ein Anteilspreis von eintausend Euro bezahlt. Eingesetzt in die Berechnungsformel für den Start-Up-Wert ergibt sich ein SUW von fünfhunderttausend Euro.

⁷³ Eigene Darstellung.

⁷⁴ Vgl. Simon, H., Fassnacht, M. (2009), S. 174.

⁷⁵ Eigene Darstellung.

⁷⁶ Eingesetzt in die SUW-Formel ergibt sich: (28.570 Euro / 2,00 Prozent) x 100 = 1.428.500 Euro.

weils fünfzehn Minuten verlängert, wenn ein Angebot in den letzten fünfzehn Minuten der Auktion eingeht. Dies soll verhindern, dass Angebote im letzten Moment nicht mehr übermittelt oder unter Zeitdruck abgegeben werden.

Am Ende zahlen alle erfolgreichen Bieter der Auktion den gleichen Anteilspreis. Das niedrigste noch erfolgreiche Gebot eines Bieters ist somit ausschlaggebend für alle anderen Bieter. Tabelle 2 exemplifiziert diese Situation:

Tabelle 2 - Gebotsstruktur bei Auktion⁷⁷

	Gewünschte Anteilsgröße	Gebot je 1 % stiller Beteiligung
Investor A	7 %	9.100 €
Investor B	4 %	9.000 €
Investor C	5 %	8.750 €
Investor D	4 %	8.200 €
Investor E	3 %	8.000 €
Investor F	1 %	7.950 €
weitere Investoren

zu versteigernder stiller Gesellschaftsanteil: 20%

Die Investoren A - D würden in dieser Bietersituation den Zuschlag für die angebotene zwanzigprozentige stille Beteiligung am Unternehmen erhalten. Gemäß ihrer gewünschten Anteilsgröße erhielte der Investor A einen Anteil von sieben Prozent, Investor B vier Prozent, Investor C fünf Prozent und Investor D vier Prozent. Jedoch würden alle den Anteilspreis von 8.200 € je Prozent Beteiligung bezahlen, da das Gebot von Investor D noch erfolgreich war. Dem Unternehmen würden nach Vertragsabschluss insgesamt 164.000 € zufließen. Nach dem im Anschluss an die erfolgreiche Auktion folgenden Vertragsschluss sind die Investoren A-D stille Gesellschafter des Unternehmens. Der Crowdfundingprozess endet nach dem Vertragsabschluss zwischen Investor und Unternehmen jedoch noch nicht. Vielmehr beginnt nach der Unterzeichnung des Beteiligungsvertrags das Beteiligungsverhältnis mit verschiedenen Rechten und Pflichten für beide Parteien. Der Investor hat als stiller Gesellschafter zwar keine Mitspracherechte, kann aber von seinen Kontrollrechten Gebrauch machen. Dem Unternehmen werden durch den Beteiligungsvertrag diverse Pflichten auferlegt. Unter anderem müssen den Investoren quartalsweise Cash-Flow-Statements und Lageberichte, sowie einmal jährlich der Jahresabschluss unaufgefordert zugesandt werden.⁷⁸ Darüber hinaus bestehen weitere, im Beteiligungsvertrag festgehaltene, Informationspflichten seitens des Unternehmens. Weiterhin ist das Unternehmen dazu angehalten, für jeden stillen Gesellschafter ein Gewinn- und Verlustkonto⁷⁹ zu führen und anfallende Gewinne jährlich auszuzahlen.⁸⁰

⁷⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Innovestment (2011b).

⁷⁸ Vgl. §7 des Standardbeteiligungsvertrags.

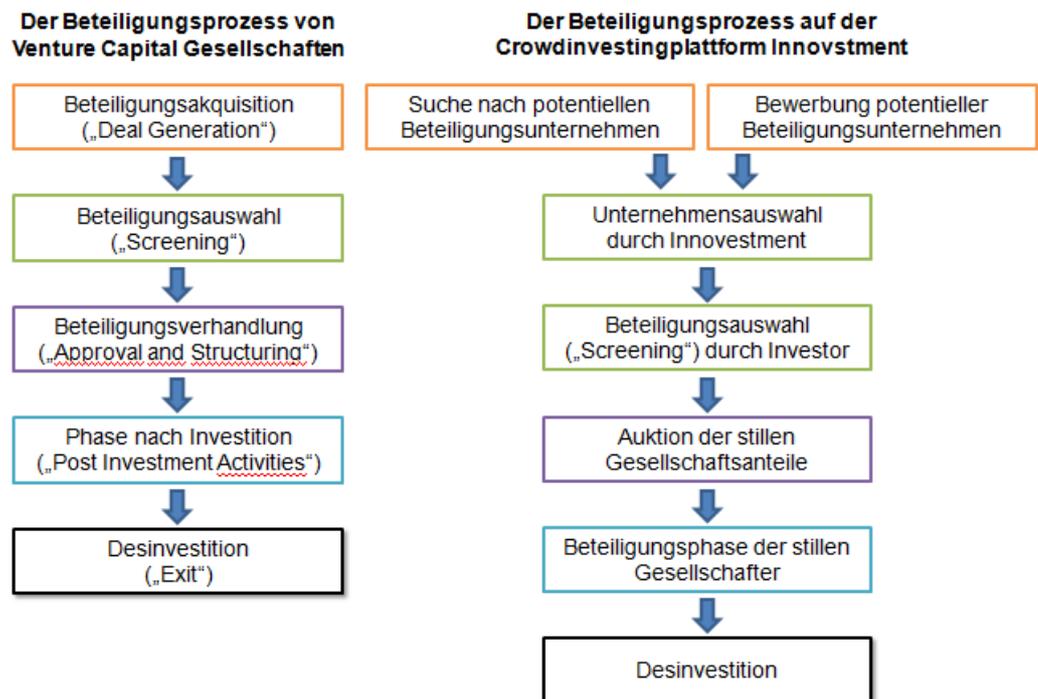
⁷⁹ Vgl. §4 des Standardbeteiligungsvertrags.

⁸⁰ Vgl. §6 des Standardbeteiligungsvertrags.

3.3 Vergleich des Crowdfundingprozesses mit dem Geschäftsprozess von Venture Capital-Gesellschaften

Nachdem der Crowdfundingprozess dargestellt wurde, wird dieser mit dem Geschäftsprozess einer Venture Capital Gesellschaft verglichen. In Abbildung 11 werden die jeweiligen Prozessmodelle gegenübergestellt. Die einzelnen Phasen, denen eine ähnliche Funktion zugeordnet werden kann, sind entsprechend koloriert.

Abbildung 11 - Vergleich des Prozessablaufs von Venture Capital-Gesellschaften und der Crowdfundingplattform Innvestment⁸¹



Die Suche nach einem Beteiligungsunternehmen verläuft in beiden Prozessen ähnlich. Unternehmen können sich sowohl bei Venture Capital-Gesellschaften und der Crowdfundingplattform bewerben, oder werden aktiv angesprochen. Die nachfolgenden Phasen unterscheiden sich jedoch deutlich. Die Venture Capital-Gesellschaften führen eine intensive und aufwendige Due Diligence⁸² durch, dementgegen treffen die Betreiber der Crowdfundingplattform Innvestment „nur“ eine differenzierte Vorauswahl. Die ausführliche Bewertung und Plausibilitätsprüfung des Businessplans obliegt jedoch jedem Investor selbst.

Einen weiteren Unterschied markiert die Bestimmung des Anteilspreises, den die VCG bzw. die Crowdfunder zahlen. Als Grundlage zur Bestimmung des Anteilspreises nutzen Venture Capital-Gesellschaften verschiedene finanzmathematische Modelle der Unternehmensbewertung⁸³, bei Innvestment wird der Anteilspreis hingegen durch ein Auktionsverfahren bestimmt. Ob die Crowdfunder eine Unternehmensbewertung

⁸¹ Eigene Darstellung. Darstellung des Beteiligungsprozesses von Venture Capital-Gesellschaften in Anlehnung an Brettel et al. (2005), S. 89.

⁸² Vgl. Reißig-Thust, S. (2003), S. 189.

⁸³ Vgl. Grichnik et al. (2010), S. 90ff; siehe auch Reichling et al. (2005), S. 23ff.

durchführen oder „rein aus dem Bauch heraus“ entscheiden, wurde bisher nicht überprüft.

Des Weiteren kann davon ausgegangen werden, dass die Vertreter von Venture Capital-Gesellschaften in der Beteiligungsphase („Post Investment Activities“) deutlich aktiver auf das operative Geschäft der Beteiligungsunternehmen einwirken als es den Crowdfinancern möglich ist.⁸⁴ Einerseits verfügen die Mitarbeiter von Venture Capital-Gesellschaften meistens über spezielle Erfahrung im Aufbau von jungen, innovativen Unternehmen, sowie ein weitreichendes Beziehungs- und Technologienetzwerk⁸⁵ und andererseits ist, selbst wenn die Investoren eine entsprechende Qualifikation hätten, eine direkte Mitsprache durch den Standardvertrag von Innovestment ausgeschlossen.⁸⁶ Dennoch können die Investoren durch Empfehlungen der Produkte bzw. Dienstleistung des Unternehmens einen positiven Einfluss auf den Unternehmenserfolg ausüben. Die Desinvestition ist sowohl bei Crowdfundingplattform als auch bei Venture Capital-Gesellschaften vertraglich geregelt. Die Ausstiegsmöglichkeiten sind für stille Gesellschafter jedoch stärker limitiert als für Venture Capital-Geber.⁸⁷ Die Venture Capital-Gesellschaften haben nach einer meist vertraglich vereinbarten Sperrzeit, der sogenannten Lock up-Periode, diverse Optionen (Verkauf an strategischen Investor, Börsengang des Beteiligungsunternehmens, MbO, etc.) für einen potentiellen gewinnbringenden Ausstieg.⁸⁸

Die Beziehung zwischen Venture Capital Gesellschaft und Start-Up-Unternehmen sowie daraus resultierende Prinzipal-Agent-Probleme wurde bereits eingehend untersucht.⁸⁹ Eine analoge Untersuchung der Beziehung zwischen den Parteien im Crowdfundingprozess soll in Kapitel 3.4 versucht werden, indem potentielle Prinzipal-Agent-Konflikte zwischen den drei beteiligten Parteien beschrieben werden.

3.4 Analyse der Beziehungskonstellationen im Crowdfundingprozess unter Berücksichtigung der Prinzipal-Agent-Theorie

Am Crowdfundingprozess sind drei Parteien beteiligt. Neben den nach Finanzierung suchenden Unternehmen und den Crowdfinancern ist die Crowdfundingplattform Innovestment bzw. ihre gesetzlichen Vertreter als dritte Partei hinzuzuzählen. Hieraus ergeben sich sechs mögliche Prinzipal-Agenten-Beziehungen, die jedoch nicht alle erfüllt sein müssen. Zunächst soll jedoch überprüft werden, ob die Prinzipal-Agent-Theorie anwendbar ist.

Festzuhalten ist, dass die Akteure auf einem unvollkommenen Markt agieren, d.h. Informationen sind asymmetrisch verteilt. Zudem kann davon ausgegangen werden, dass die Beteiligten als rational agierende Akteure (Maximierung der eigenen Nutzenfunktion) mit unterschiedlichen Risikopräferenzen auch voneinander abweichende Inte-

⁸⁴ Vgl. Brettel et al. (2005), S. 102ff.

⁸⁵ Vgl. Reichling et al. (2005), S. 17ff.

⁸⁶ Zu den fachlichen Qualifikationen der Crowdfinancern existiert bisher keine Erhebung.

⁸⁷ Vgl. §8 des Standardbeteiligungsvertrags. Eine Veräußerung der Gesellschaftsanteile ist möglich, bedarf aber der vorherigen Zustimmung durch das Start-Up-Unternehmen.

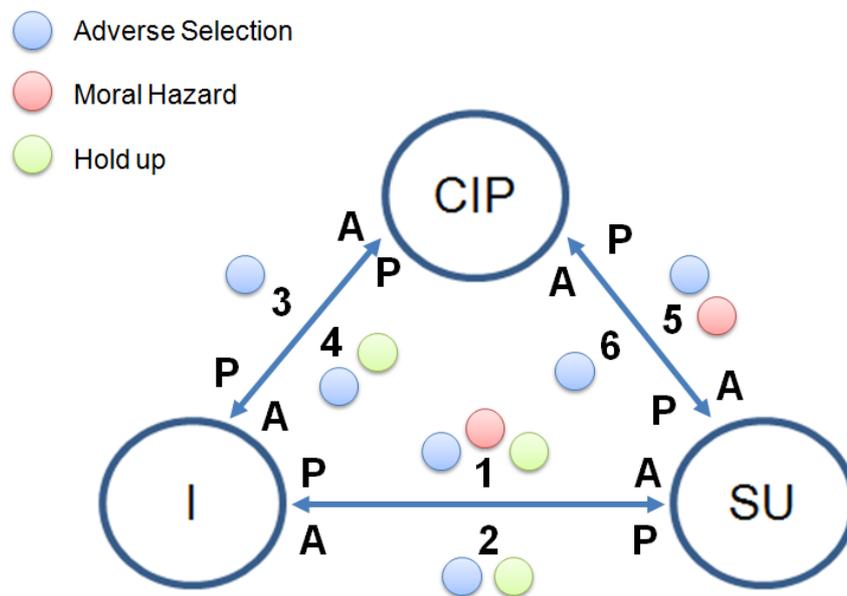
⁸⁸ Vgl. Brettel et al. (2005), S. 105f.

⁸⁹ Vgl. Brettel et al. (2001), S. 1f.

ressen haben.⁹⁰ Für die Crowdfestoren als rational agierende Individuen ist eine Maximierung der Eigenkapitalrendite anzunehmen. Dies kann zunächst auch für die Crowdfundingplattform und die Start-Up-Unternehmen angenommen werden, jedoch sind weitere nutzenstiftende Zielfunktionen denkbar.⁹¹ Somit können die Prämissen der Prinzipal-Agent-Theorie, asymmetrisch verteilte Informationen und Interessenkonflikte, als erfüllt angesehen werden. Der Prinzipal versucht, das opportunistische Verhalten des Agenten, welches durch die Informationsasymmetrie ermöglicht wird, zu unterdrücken. Es ist zu klären, wer Prinzipal und wer Agent ist und ob eine klassisch hierarchische Beziehung besteht oder sich die Prinzipal-Agent-Beziehung in einer anderen Form äußert.

Einige Überlegungen zur Beziehungsstruktur zwischen den drei Parteien des Crowdfundingprozesses sind in Abbildung 12 illustriert:

Abbildung 12 - Agency-Konstellationen zwischen Investor, Start-Up-Unternehmen und Crowdfundingplattform⁹²



CIP - Crowdfundingplattform SU - Start-Up-Unternehmen I - Investoren

Es werden sechs Prinzipal-Agent-Situationen dargestellt. Potenziell vorhandene Konfliktsituationen zwischen Prinzipal (P) und Agent (A) werden durch farbige Kugeln symbolisiert. Eine blaue Kugel stellt ein Adverse Selection-Problem durch hidden characteristics dar. Liegt ein Moral Hazard-Problem vor, stellt dies eine rote Kugel dar. Zwischen hidden action bzw. hidden information wird in der textlichen Erläuterung noch einmal explizit unterschieden. Eine grüne Kugel symbolisiert ein Hold up-Problem, wel-

⁹⁰ Vgl. Brettel et al. (2001), S. 7.

⁹¹ Dies könnte für den Unternehmer bspw. „on the job consumption“ oder die Anerkennung einer selbstständigen Tätigkeit sein. Siehe dazu auch Brettel et al. (2001), S. 7f. Es wird darauf hingewiesen, dass für den Investor (z.B. „Mäzement“) und auch die Crowdfundingplattform weitere Zielfunktionen denkbar sind, diese aber der Einfachheit halber hier nicht angesprochen werden.

⁹² Eigene Darstellung.

ches durch hidden intention einer Vertragspartei (Agent) entsteht.⁹³ In Abbildung 12 sind multiple Agency-Beziehungen dargestellt, die nun erläutert werden sollen: Beziehung 1 beschreibt eine Agency-Beziehung zwischen dem Investor als Prinzipal und dem Start-Up-Unternehmen als Agent. Es können alle drei Problemkategorien identifiziert werden, jedoch sind einige Konfliktpotentiale durch vertragliche Regelungen im Voraus deutlich abgemildert. Die Unternehmer verfügen insbesondere vor (und meist auch nach) Eingehen der stillen Teilhaberschaft über mehr Wissen über das Unternehmen als die Investoren. Daher kann hier ein Adverse Selection-Problem diagnostiziert werden. Zudem kann der Investor nicht sicher sein, ob der Businessplan alle entscheidungsrelevanten Fakten beinhaltet oder mit welcher Sorgfalt dieser erstellt wurde.⁹⁴ Das Moral Hazard-Problem liegt vor, weil der Investor die Unternehmer nicht ständig überwachen kann und die erzielten positiven Resultate somit auch „glücklichen“ Umwelteinflüssen und nicht dem Handeln des Agenten geschuldet sein könnten (hidden information) bzw. schlechte Resultate auch Folge von negativen Marktentwicklungen sein können. „On the job consumption“ in Form massiver Gehaltssteigerungen ist durch den Gesellschaftervertrag zwar begrenzt, jedoch kann verborgenes Handeln der Unternehmer nicht komplett ausgeschlossen werden.⁹⁵ Ein Hold up-Problem besteht für die Investoren insofern, dass sie ihr Geld den Start-Ups zur Verfügung stellen, sich aufgrund fehlender Weisungsrechte in Abhängigkeit begeben und somit auf die ihren Interessen gemäße Durchführung der Arbeit angewiesen sind. Zwar besteht keine Möglichkeit zur Nachverhandlung der Beteiligungskonditionen, da diese durch den Standardvertrag geregelt sind, jedoch könnten die Unternehmer die Crowdfunder als günstige Finanziere des eigenen Gehalts für einige Jahre ansehen (hidden intention) und sich somit einen Vorteil sichern. Zur Lösung der beschriebenen Probleme können die Parteien aktiv beitragen. Die Unternehmer können durch detaillierte und überprüfbare Businesspläne, offene Kommunikation und turnusgemäße Berichte⁹⁶ das Informationsdefizit der Investoren reduzieren (Signaling). Die Investoren haben die Pflicht, sich aktiv mit den Geschäftsplänen potentieller Investitionsobjekte zu beschäftigen (Screening) und können später als Gesellschafter ihre Kontrollrechte ausüben. Insbesondere der persönlichen Interaktion zwischen Kapitalgebern und -nehmern

⁹³ Eine ausführliche Beschreibung der Prinzipal-Agent-Beziehung und den damit verbundenen potentiellen Problemfällen ist Gegenstand des Kapitels 2.2.

⁹⁴ Diese Unsicherheit kann dazu führen, dass Investoren nur zur Zahlung von durchschnittlichen Anteilspreisen bereit sind. Ähnlich dem von Akerlof beschriebenen „Lemon-Problem“ könnte dies dazu führen, dass Top-Unternehmen Crowdfundingplattformen meiden oder der Markt zusammenbricht. Das Lemon-Problem beschreibt das Problem, dass Käufer auf einem unvollkommenen Markt risikoavers agieren und geringe Preise zu zahlen bereit sind. Akerlof beschrieb 1970 das Lemon-Problem für den Automobilmarkt. Die Gedanken lassen sich aber auch auf den außerbörslichen Markt für Unternehmensbeteiligungen übertragen. Investoren werden gegenüber Unternehmern misstrauisch sein, da letztere das Unternehmen besser kennen und daher einen Informationsvorsprung haben. Die Investoren müssen annehmen, dass unter anderem zu den Verkaufsmotiven der Unternehmer auch zu erwartende Ertragsverluste gehören. Folglich sind sie vorsichtig und nur bereit einen geringeren Anteilspreis zu zahlen, als sie es in einem vollkommenen Markt bereit wären. Vgl. Akerlof, G. A. (1970), S. 489ff.

⁹⁵ Vgl. §8.4 des Standardbeteiligungsvertrags. Die Geschäftsführergehälter können jedoch um bis zu 25 Prozent von den Planungen im Businessplan, ohne rechtliche Konsequenzen, abweichen.

⁹⁶ Siehe Kapitel 3.2.2.

kommt eine große Bedeutung zu, da sie hilft, Vertrauen aufzubauen, und somit langfristig die Entwicklung des Unternehmens positiv beeinflusst.⁹⁷

In Beziehung 2 wird die gegenteilige Situation dargestellt, der Investor als Agent und das Unternehmen als Prinzipal. Zum einen hat das Start-Up-Unternehmen vor Vertragsschluss nur geringe Information über den Investor und kann nicht mit vollkommener Sicherheit davon ausgehen, dass der Investor über ausreichend Geld verfügt, um die avisierte Summe tatsächlich investieren zu können. Eventuell nutzt er die Plattform nur um sich über Konkurrenten oder neue Geschäftsideen zu informieren, was als stiller Gesellschafter aufgrund der Quartals- und Jahresberichte sehr erkenntnisreich sein könnte. Das Start-Up-Unternehmen befindet sich hier in einer „Zwickmühle“. Es muss Daten für interessierte Investoren freischalten, da es auf ihr Kapital angewiesen ist, kann die Gründe des Interesses aber nicht eindeutig nachvollziehen. Die Zahlungsfähigkeit der Crowdfunder könnte dadurch gesichert werden, dass sofort nach Abgabe eines Gebots die entsprechende Summe auf ein Treuhandkonto überwiesen wird. Ist der Bieter erfolgreich, wird von diesem Konto an das Unternehmen überwiesen.⁹⁸ Andernfalls wird die Sicherheitsleistung zurückgezahlt. Vor verdeckten Interessen (hidden intention) des Crowdfunders, speziell der Spionage, kann weniger gut geschützt werden. Zwar werden bei der Registrierung Adressdaten abgefragt und auf die Verschwiegenheitspflicht hingewiesen, jedoch kann ein am Ideenklau Interessierter diese Hürden relativ einfach umgehen, indem er einen Bekannten anmeldet, der die Informationen weitergibt („Strohmann-Problematik“). Dieses Problem ließe sich auch nicht durch eine Authentifizierung mit Personal- oder Reisepass lösen. Vertragliche Verschwiegenheitspflichten und die Verfolgung bei Nichteinhalten sind in diesem Fall mögliche Maßnahmen, um ein Fehlverhalten zu unterbinden, dürften in der Praxis jedoch schwierig anzuwenden sein. Technologisches und prozessuales Wissen ist somit der wirksamste Schutz für Unternehmen gegen Imitation.

In Beziehung 3 wird zwischen Investor (Prinzipal) und Crowdfundingplattform (Agent) das Problem charakterisiert, dass der Investor nur in die Unternehmen investieren kann, die durch die Mitarbeiter der Plattform vorausgewählt wurden. Hier erwächst dem Prinzipal ein Adverse Selection-Problem, in der Form, dass er die Plattform auswählen muss, d.h. mit entsprechend erfahrenen und gut qualifizierten Mitarbeitern, die die besten Start-Up-Unternehmen vorselektiert.⁹⁹ Zwar kann und sollte der Investor Unternehmen und Management selbst überprüfen, allerdings ist die Güte des eigenen Urteils von den fachlichen Fähigkeiten abhängig. Investoren ohne wirtschaftswissenschaftlichen Hintergrund, müssen größtenteils auf die Vorauswahl der Plattform vertrauen oder externe Hilfe suchen.¹⁰⁰ Der Unsicherheit über die Fähigkeiten der Mitarbeiter kann entgegengewirkt werden, in dem die Qualifikationen der Plattformmitarbei-

⁹⁷ Vgl. Brettel et al. (2005), S. 274. Gründe dafür können verringerte Kontrollen oder Bereitstellung zusätzlichen Eigenkapitals sein.

⁹⁸ Dieses Vorgehen würde aber zu erhöhtem Aufwand und Kosten für die Crowdfundingplattform führen.

⁹⁹ Gut qualifiziert soll sich in diesem Kontext auf die Erfahrung der Plattformmitarbeiter bei der Bewertung von Start-Up-Unternehmen beziehen.

¹⁰⁰ Insbesondere auch bei High-Tech-Unternehmen ist Fachwissen von großem Vorteil.

ter kommuniziert werden (Signaling).¹⁰¹ Durch eine Spezialisierung auf eine bestimmte Branche können sich die Investoren sicher sein, in welchem Umfeld ihre zukünftigen Investments aktiv sind und dass die Mitarbeiter der Plattformen eine verstärkte Kompetenz für die Branche aufbauen.

Die in Beziehung 4 dargestellten Problematiken sind mit denen in Beziehung 2 vergleichbar. Für die Crowdfundingplattform sind die finanziellen Möglichkeiten des Investors im Voraus nicht ersichtlich, da der Anmeldung zum Beispiel weder ein Bankkontoauszug oder eine Auskunft zur Kreditwürdigkeit beigelegt werden muss. Lösungsmöglichkeiten, die für die Problemkonstellation in Beziehung 2 gelten, sind analog für die Parteien von Beziehung 4 anzuwenden.

Auch die bereits angesprochene Anmeldung des Investors, um Geschäftsgeheimnisse von Start-Up-Unternehmen zu erfahren (hidden action), könnte zu einer Gefahr für den Ruf der Crowdfundingplattform werden. Ohne eine ausreichende Sicherung der ‚intellectual property‘ (engl.: geistiges Eigentum) werden Unternehmer nicht bereit sein, ihre Pläne offenzulegen. Oder sie tun dies erst, wenn ein Prototyp weitestgehend ausgereift ist und das zufließende Kapital eher für Marketingaktivitäten und Wachstum als für die Produktentwicklung eingesetzt werden soll.

Das Prinzipal-Agent-Verhältnis von Crowdfundingplattform und Start-Up-Unternehmen wird in Beziehung 5 dargestellt. Die Crowdfundingplattform ist abhängig von Unternehmensbewerbungen, damit ihr Geschäftsmodell funktionieren kann. Gleichzeitig besteht ein Adverse Selection-Problem, weil die Vollständigkeit und Qualität der zur Verfügung gestellten Informationen nicht gesichert ist. Die Vertreter der Crowdfundingplattform müssen in Betracht ziehen, dass Start-Ups ihre Prognosen geschönt haben könnten. Theoretisch könnte auch, insbesondere in für Laien nur schwer nachprüfaren High-Tech-Branchen, ganze Technologien oder Geschäftsmodelle erfunden werden.¹⁰² Zum anderen besteht zwischen Crowdfundingplattform (Prinzipal) und Start-Up (Agent) ein Moral Hazard-Problem verborgener Informationen. Zwar ist es im Interesse des Start-Up-Unternehmens möglichst viele Investoren anzusprechen und für ein Investment zu begeistern, jedoch ist für die Crowdfundingplattform nicht ersichtlich, ob sich Unternehmer neben den obligatorischen Investorenkonferenzen aktiv um Investoren bemühen und eine erfolgreiche Auktion daher resultiert, oder ob ein allgemein positives Umfeld zu einem positiven Resultat führte. Hier stehen die Vertreter der Crowdfundingplattform sich selbst, aber vor allem auch den Crowdfundern gegenüber in der Pflicht, das Risiko Betrügern aufzusitzen, durch Nachforschung und Prüfung der Unterlagen (Screening), weitestgehend schon im Vorfeld, zu eliminieren. Wie bereits erwähnt, könnte sich dies ansonsten negativ auf den Ruf der Plattform und das Vertrauen der Investoren in die Fähigkeiten der Vertreter der Plattform auswirken. Die Unternehmer können hingegen neben Fachkenntnissen (Zeugnisse, etc.), auch durch

¹⁰¹ Bei Innvestment setzt sich das Team aus Unternehmensberatern, wissenschaftlichen Mitarbeitern und in beratender Funktion aus Professoren zusammen. Eine ausreichende Qualifikation zur Beurteilung von Businessplänen sollte somit gegeben sein.

¹⁰² Da es die betrachtete Crowdfundingplattform erst seit September 2011 gibt, wurde solch ein Fall noch nicht bekannt. Auch auf anderen internationalen Plattformen kam es bisher nicht zu einem Betrug. Das Risiko kann jedoch nicht vollkommen ausgeschlossen werden.

prämierte Geschäftspläne oder patentierte Technologien die Fundiertheit ihres Projektes unter Beweis stellen (Signaling). Als Anhaltspunkt für das Engagement der Start-Up-Unternehmer könnten öffentlichkeitswirksame Artikel oder Interviews in Zeitung und/oder im Internet dienen.

Die Beziehung 6 beschreibt eine Agency-Beziehung mit verborgenen Eigenschaften zwischen Start-Up (Prinzipal) und Crowdfundingplattform (Agent). Vor Vertragsabschluss ist es für das Start-Up nicht unmittelbar ersichtlich, ob die Plattform ausreichend Investoren mobilisieren kann, die das benötigte Kapital für das Unternehmen aufbringen können oder nicht. Zwar geht das Start-Up-Unternehmen kein finanzielles Risiko ein, da bei einer nicht geglückten Auktion auch keine Gebühren entstehen, allerdings sind die Unternehmer mit der Präsentation des Unternehmens gegenüber Investoren zeitlich stark eingebunden. Je nach Vertragsgestaltung könnten die Unternehmen mit ihrem Engagement auf nur eine Crowdfundingplattform beschränkt sein, wodurch andere Kanäle zur Kapitalakquisition verwehrt blieben. Die Crowdfundingplattform könnte die Anzahl aller registrierten Investoren und das zur Verfügung stehende Kapital¹⁰³ veröffentlichen und den Unternehmern somit signalisieren, welche Investitionsvolumen potentiell finanzierbar sind oder nicht.

Abschließend soll noch ein weiterer Problemfall angesprochen werden, der nicht unbedingt einer bestimmten Beziehung direkt zugeordnet werden kann, aber als Verbesserungsvorschlag genannt werden soll, um zukünftige Unsicherheiten der Investoren auszuräumen:

Unerfahrene Investoren könnten auch von hochtechnischen Geschäftsideen abgeschreckt werden, da ihre Fachkenntnisse nicht ausreichen, um einen realen Anteilspreis abzuschätzen und sie für ihre Investition nicht nur den, durch ein anonymes Urteil gebildeten, Auktionspreis heranziehen wollen. Eine Bekanntgabe aller Investoren mit ihrem fachlichen und beruflichen Background, in Verbindung mit der Möglichkeit öffentlich Meinungen zum Start-Up austauschen zu können, würde helfen, die Urteile der Investoren besser einschätzen zu können.¹⁰⁴ Bei der Plattform Innvestment ist eine Kommentar-Funktion nicht vorhanden. Grow VC oder Seedmatch hingegen bieten ihren Nutzern diese Kommunikationsform, zumindest in eingeschränktem Maß an, um über die Geschäftskonzepte der Unternehmen diskutieren zu können bzw. die eigene Meinung kundtun zu können. Kommentare dienen als wichtige Form der persönlichen Rückmeldung. Anmerkungen von Experten könnten zudem unerfahrenen Investoren dabei unterstützen, sich ein umfassendes Bild über Start-Up-Unternehmen zu bilden.¹⁰⁵

¹⁰³ Bei der Registrierung als Investor muss angegeben werden wie viel Kapital man zu investieren gedenkt. Allerdings ist hier wieder das, in Beziehung 4 genannte, hidden characteristics-Problem zu bedenken. Daher wäre eine Aussage über das zur Verfügung stehende Kapital als hypothetisch anzusehen.

¹⁰⁴ Diese Aussage bezieht sich auf die Crowdfundingplattform Innvestment. Andere Plattformen (z. B. Grow VC) veröffentlichen die Qualifikationen ihrer Mitglieder.

¹⁰⁵ Vgl. Kaltenbeck, J. (2011), S. 65.

4. Analyse der Eignung von Crowdfunding als alternative Unternehmensfinanzierung – Entwicklung eines Entscheidungsrahmens für Entrepreneur

Wenn ein Entrepreneur oder ein Gründerteam Crowdfunding als Finanzierungsalternative zum Auf- bzw. Ausbau des Unternehmens einsetzen möchte, bedeutet dies, unabhängig von der Rechtsform des eigenen Unternehmens, den Vertragsabschluss mit einer Vielzahl an Investoren um Eigenkapital einzusammeln.¹⁰⁶ Es stellt sich die Frage, ob das erforderliche Kapital nicht auch durch traditionelle Unternehmensrechtsformen in einer dem Crowdfunding ähnlichen Art aufgebracht werden kann, ohne die etablierten Plattformen nutzen zu müssen bzw. welche besonderen Vorteile Crowdfundingplattformen den Gründern bieten und daher zu präferieren sind. Um Gründer, die sich diese Frage auch stellen, zu unterstützen, soll in diesem Kapitel der Arbeit ein Entscheidungsrahmen für Entrepreneur entwickelt werden, der sowohl Vor- als auch Nachteile von Crowdfunding gegenüber herkömmlichen Unternehmensrechtsformen darstellt und somit als Entscheidungshilfe für Gründer dienen kann.¹⁰⁷

4.1 Überprüfung der Analysekriterien

Zum Vergleich werden die Rechtsformen OHG, KG, GmbH und die Finanzierung durch Genussscheine betrachtet. Einige ausgewählte Kriterien werden ausführlich diskutiert und in einer Übersicht dargestellt. Die Tabelle 3 gibt einen Überblick über die verwendeten Analyseverfahren, die in den folgenden Unterkapiteln behandelt werden:

Tabelle 3 - Analyseraster im Überblick¹⁰⁸

Vergleichskriterien	
Qualitative Beurteilung	Quantitative Beurteilung
Transaktionskosten	Transaktionskosten
Dauer der Kapitalüberlassung	
Fungibilität der Unternehmensanteile	
Mitspracherechte der Kapitalgeber	
Mitwirkung der Kapitalgeber am Unternehmen	
Schutz des geistigen Eigentums	

Hauptsächlich handelt es sich um nicht quantifizierbare Kriterien, für die eine begründete Einschätzung abgegeben wird. Soweit Kriterien quantifizierbarer sind, wird dies präferiert. Ferner wird darauf verwiesen, dass prinzipiell sowohl Personen- als auch

¹⁰⁶ Es wird der Crowdfundingprozess bei Benutzung der Plattform Innvestment zu Grunde gelegt. Der Prozess bei anderen Crowdfundingplattformen ist jedoch vergleichbar.

¹⁰⁷ Die Gesamtübersicht ist im Anhang als Abbildung 22 dargestellt.

¹⁰⁸ Eigene Darstellung.

Kapitalgesellschaften geeignet wären, um über Crowdfundingplattformen Eigenkapital zu beschaffen. Der Innovestment-Standardvertrag sieht derzeit jedoch die Rechtsform einer Unternehmergesellschaft mit beschränkter Haftung (UG) oder einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) vor. Als Prämisse wird angenommen, dass ein Unternehmen sein Eigenkapital um 100.000 Euro aufstocken möchte, welches von 20 Investoren á 5.000 Euro aufgebracht wird.

4.1.1 Transaktionskosten

Eine der wichtigsten Entscheidungen, die vom Gründer bzw. Gründer-Team getroffen werden muss, ist die Wahl der Unternehmensrechtsform, da sie entscheidenden Einfluss auf die Finanzierungsmöglichkeiten und die mit der Suche der Finanzierungsquelle verbundenen Transaktionskosten¹⁰⁹ hat. Transaktionskosten fallen immer bei, vor (ex ante) und / oder nach (ex post) der Durchführung von Transaktionen an.¹¹⁰ Einerseits gibt es messbare Transaktionskosten (Abwicklungskosten: z. B. Gebühren für die Eintragung neuer Gesellschafter beim Handelsregister oder notarielle Beglaubigungen), die dem Start-Up-Unternehmen bei der Aufnahme von Eigenkapital entstehen, andererseits nicht- bzw. schwer messbare Transaktionskosten. Insbesondere die bei der Anbahnung von Verträgen entstehenden Such- und Informationskosten¹¹¹ sind hiermit gemeint.

4.1.1.1 Messbare Transaktionskosten

Unter messbaren Transaktionskosten sollen im Folgenden alle in Geldeinheiten ausdrückbare Kosten verstanden werden, die einem Unternehmen vor, während oder nach der Kapitalaufnahme durch den Eintritt neuer Gesellschafter entstehen. Gebühren, die durch Aufnahme eines neuen Anteilseigners entstehen, werden als Finanzierungsnebenkosten bezeichnet.¹¹²

Die auf das Unternehmen zukommenden Gebühren sind bei Nutzung der Crowdfundingplattform Innovestment einfach zu kalkulieren.¹¹³ Je nach Vertragsgestaltung zahlt das Unternehmen, nach erfolgreicher Auktion der Gesellschaftsanteile, zwischen vier bis acht Prozent Vermittlungsgebühren an die Plattform. Von den eingesammelten 100.000 Euro Eigenkapital würden für das Unternehmen somit zwischen 92.000 - 96.000 Euro effektiv nutzbar sein. Darüber hinausgehend sind keine laufenden Gebühren an die Crowdfundingplattform zu entrichten. Zuvor musste aber eine UG oder GmbH gegründet werden. Die Gebühren für die Gründung einer UG können durch den Einsatz eines Musterprotokolls auf circa 170 Euro begrenzt werden. Für eine GmbH betragen die Gründungskosten mindestens 276 Euro.¹¹⁴ Weiter positiv zu nennen ist,

¹⁰⁹ Vgl. Richter, R., Furubotn, E. G. (1996), S. 49ff.

¹¹⁰ Vgl. Frambach, H., Eissrich, D. (2002), S. 46.

¹¹¹ Vgl. Richter, R., Furubotn, E. G. (1996), S. 51f.

¹¹² Es wird darauf hingewiesen, dass die wichtigsten Kostenkomponenten erfasst wurden, jedoch wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben.

¹¹³ Siehe Abbildung 16 im Anhang.

¹¹⁴ Vgl. IHK Berlin (2011), S. 4-8. Ein Vergleich mit den von anderen Industrie- und Handelskammern aufgelisteten Gebühren des Handelsregisterverfahrens, zeigt nur geringe, regionale Abweichungen. Zur Vereinfachung werden daher ausschließlich die Gebühren der IHK Berlin betrachtet.

dass die Crowdfunder das Kapital erst nach Abschluss des Beteiligungsvertrages überweisen müssen, was ihre Opportunitätskosten verringert.¹¹⁵ Außerdem wird der Kapitaltransfer per Banküberweisung abgewickelt, was für nahezu jede Privatperson kostenlos ist.

Die Gebühren für die Gründung einer OHG mit zwei Gesellschaftern betragen minimal 154 Euro. Sollte es den Gründern gelingen, gemäß der oben aufgestellten Prämisse, zwanzig Gesellschafter zu einer Eigenkapitalinvestition von jeweils 5.000 Euro in die Handelsgesellschaft zu bewegen, müssen diese ebenfalls in das Handelsregister eingetragen werden. Die Gebühr und notarielle Anmeldung beträgt für jeden Neugesellschafter 102 Euro.¹¹⁶ In Bezug auf die Investitionssumme von 5.000 Euro entsprechen 102 Euro 2,04 Prozent Finanzierungsnebenkosten je Investor. Sollte die Finanzierungssumme je Investor auf weniger als 2.551 Euro sinken, überschreiten die Finanzierungsnebenkosten vier Prozent, wodurch sie im Gebührenbereich der Crowdfundingplattform Innvestment liegen würden.¹¹⁷

Bei der Kommanditgesellschaft betragen die minimalen Gründungskosten, d.h. bei zwei Gesellschaftern und einer Einlage bis 10.000 Euro des Kommanditisten insgesamt 148 Euro. Die Handelsregister-Gebühr und die Kosten der notariellen Anmeldung betragen für jeden neuen Kommanditisten circa 81 Euro.¹¹⁸ Bezogen auf eine Investitionssumme von 5.000 Euro entspricht dies 1,62 Prozent Finanzierungsnebenkosten. Ab einer Investitionssumme von 2.026 Euro und weniger je Kommanditist, betragen die Finanzierungsnebenkosten vier Prozent und mehr.¹¹⁹

Wie bereits eingangs erwähnt betragen die Gründungskosten einer GmbH (UG) mindestens 276 Euro (170 Euro) und für den Fall, dass kein Musterprotokoll bei der Gründung einer GmbH oder UG verwendet wird, betragen die Gebühren jeweils minimal 444 Euro.¹²⁰ Die Finanzierungsnebenkosten für die Aufnahme eines Gesellschafters (Änderung der Gesellschafterliste) betragen sowohl bei GmbH als auch UG 280 Euro.¹²¹ Rechnerisch entsprechen die Finanzierungsnebenkosten 5,6 Prozent bei 5.000 Euro Einlage je neuen Gesellschafter, was wiederum bereits im Gebührenbereich von Innvestment liegen würde. Die IHK Ostbrandenburg gibt die Kosten für die Änderung der Gesellschafterliste (welche durch den Eintritt eines neuen Gesellschafters ausgelöst wird) mit 168 Euro an.¹²² In diesem Fall betragen die Finanzierungsnebenkosten

¹¹⁵ Hiermit sind Zinserträge gemeint. Im Fall, dass mit Abgabe des Auktionsgebots die entsprechende Summe auf ein Treuhandkonto überwiesen werden müsste, würden die Opportunitätskosten den entgangenen Zinserträgen entsprechen.

¹¹⁶ Vgl. IHK Berlin (2011), S. 2.

¹¹⁷ $4 / 100 = 102 \text{ Euro} / x$. Daraus folgt: $x = 2.550 \text{ Euro}$.

¹¹⁸ Vgl. IHK Berlin (2011), S. 2-3.

¹¹⁹ $4 / 100 = 81 \text{ Euro} / x$. Daraus folgt: $x = 2.025 \text{ Euro}$.

¹²⁰ Vgl. IHK Berlin (2011), S. 4-6. Die 444 Euro beziehen sich jeweils auf eine Ein-Personen-Gründung. Ab zwei Gesellschaftern sind mindestens 528 Euro an Gebühren zu bezahlen. Hinzu kommen die Kosten für die Veröffentlichung im Bundesanzeiger und einer regionalen / überregionalen Zeitung von circa 250 - 350 Euro. Siehe dazu IHK Oldenburg (2011), S. 6.

¹²¹ Vgl. IHK Berlin (2011), S. 5. Die IHK Ostbrandenburg gibt die Gebühr für einen Gesellschafterwechsel mit „nur“ 168 Euro an. Hinzu kommen 30 Euro Verwahrungsggebühr für die Gesellschafterliste im Handelsregister.

¹²² Vgl. IHK Ostbrandenburg (2011), S. 2.

3,36 Prozent. Die Schwelle von vier Prozent Finanzierungsnebenkosten wird ab einer Investitionssumme von 4.200 Euro oder weniger je Investor erreicht.¹²³

Die Kosten für Genussscheine sind schwer zu ermitteln, da sie außerbörslich gehandelt werden und direkt vom Unternehmen emittiert werden können. Daher entstehen nur marginale Transaktionskosten durch Nutzung von Informations- und Kommunikations-Technologie. Jedoch muss ein Jurist für die Genussscheine ein vertragliches Regelwerk ausarbeiten, um rechtliche Unklarheiten im Voraus auszuräumen. Die Höhe der einmaligen Gebühr ist vom Stundensatz des Juristen abhängig und daher nicht klar bestimmbar. Damit Genussscheine konkurrenzfähig mit der Crowdfundingplattform Innvestment sein können, sollte das Honorar nicht höher als 8.000 Euro (bei 100.000 Euro Investitionssumme wären dies die maximale Gebühr von acht Prozent der Plattform Innvestment) und bestenfalls unter 4.000 Euro liegen.¹²⁴

Unter den gewählten Prämissen zeichnet sich die Kommanditgesellschaft, von betrachteten Beteiligungsformen, als die günstigste Finanzierungsform aus. Die Analyse ergab, dass bis zu einer Beteiligungssumme von 2.026 Euro die Finanzierungsnebenkosten unter der minimalen 4-prozentigen Gebühr der Crowdfundingplattform liegen. Die zweitgünstigste Finanzierungsalternative wäre in diesem Vergleich die, nur für Handelsunternehmen geeignete, OHG. Bei der Beteiligung durch Investoren an einer GmbH bzw. UG als Gesellschafter oder als stille Gesellschafter über die Plattform Innvestment ist, in finanzieller Hinsicht, eine zu präferierende Alternative nicht sofort ersichtlich. Hier sind regionale Gebühren sowie die Investitionssumme je Investor entscheidende Variablen. Genussscheine könnten für ein Unternehmen finanziell interessant sein, wenn die Gebühren des Vertragswerks unter bzw. zwischen 4-8 Prozent der Investitionssumme liegen. Eventuell sind sie in dem aufgestellten Ranking sogar als günstigste Finanzierungsalternative zu präferieren. Die Gebühren der Crowdfundingplattform können somit als durchschnittlich bezeichnet werden. Neben messbaren Transaktionskosten, in Form von Gebühren, ist allerdings auch der Aufwand für die Unternehmer und Kapitalgeber zu beachten, um zueinander zu finden und um eine Investition zu ermöglichen. Insbesondere Such- und Informationskosten zählen zu den nicht-messbaren Transaktionskosten.

4.1.1.2 Nicht-messbare Transaktionskosten

Wie bereits an der Bezeichnung ersichtlich, sind Such- und Informationskosten nicht bzw. sehr schwer ermittelbare Transaktionskosten. In dem man die aufgewendete Zeit für Suche und Information mit einem Stundensatz in Geldeinheiten ausdrückt, könnte man die Such- und Informationskosten operationalisieren. Jedoch stellt sich hier die Frage, welcher Stundenlohn als „richtig“ anzusetzen wäre, zudem auch die Suchgeschwindigkeit einzelner Personen unterschiedlich ist. Daher wird im Folgenden ver-

¹²³ $4 / 100 = 168 \text{ Euro} / x$. Daraus folgt: $x = 4.200 \text{ Euro}$.

¹²⁴ Vgl. Geisel, B. R. (2004), S. 84. Geisel schätzt die Kosten der Beteiligungsplatzierung auf 8 - 15 Prozent. Allerdings werden Vertriebsprovisionen, Druckkosten und andere Kostenarten aufgeführt die eventuell reduziert bzw. entfallen können. Druckkosten für das Emissionsprospekt könnten entfallen wenn nur im Internet veröffentlicht wird. Vertriebsprovisionen könnten entfallen wenn das Unternehmen den Vertrieb komplett selbst übernimmt. Die Kosten für die Vertragserstellung belaufen sich vermutlich auf circa 2.000 - 4.500 Euro netto (10 - 15 Stunden á 200 - 300 Euro Stundenhonorar).

sucht, eine objektive Einschätzung zu treffen und den Aufwand als gering, mittel oder hoch zu bewerten.

Auf der Crowdfundingplattform Innovestment reduzieren sich sowohl für Investoren als auch für Start-Up-Unternehmen die Suchkosten nach geeigneten Investitionsobjekten bzw. Investoren deutlich. Da sich mehrere Unternehmen auf der Plattform vorstellen, bündeln sich die Investitionsgelegenheiten für Kapitalgeber. Andererseits können sich Unternehmen über die Plattform bei einer Vielzahl investitionswilliger Geldgeber präsentieren. Weiterhin können die Investoren sämtliche relevanten Daten einsehen, was wiederum ihre Informationskosten senkt. Die zuvor angesprochene Problematik, dass unerfahrene Investoren ohne betriebswirtschaftliches Fachwissen einen angemessenen Preis für Unternehmensanteile nur schwer ermitteln können, wird bei der Crowdfundingplattform Innovestment abgemildert. Durch den Auktionsmechanismus bildet sich ein Durchschnittspreis, den ein unerfahrener Investor als Anhaltspunkt nehmen kann, um seine Einschätzung zu überprüfen oder gegebenenfalls zu hinterfragen. Außerdem werden Vertragskosten (ex-ante-Transaktionskosten) verringert, da ein geprüfter Standardvertrag zur Abwicklung genutzt wird. Die nicht-messbaren Transaktionskosten werden daher als gering geschätzt.

Für die Beteiligung von Investoren an einem Unternehmen mit den Rechtsformen OHG und KG gibt es bisher keinen Markt, auf dem Unternehmensanteile gehandelt werden.¹²⁵ Dies mag zum einen an der unlimitierten Haftung der OHG-Gesellschafter liegen oder zum anderen am traditionellen Einsatz von Kommanditgesellschaften bei Familienunternehmen, die fremden Kapitalgebern tendenziell eher vorsichtig gegenüberstehen und persönlich vertraute Personen als Kommanditisten bevorzugen. Zudem machen Kommanditgesellschaften nur circa vier Prozent der Unternehmen in Deutschland aus, was die Zahl potentieller Investitionsgelegenheiten weiter einschränkt bzw. in der Vergangenheit eingeschränkt hat.¹²⁶ Aus den genannten Gründen sind die Such- und Informationskosten daher für diese Beteiligungsformen als hoch anzusehen. Genussscheine werden in Deutschland hauptsächlich von Aktiengesellschaften emittiert.¹²⁷ Für diese Wertpapiere ist eine nötige Transparenz vorhanden. Der außerbörsliche Handel (over the counter) von Genussrechten ist jedoch rein privatrechtlich strukturiert und basiert auf bilateralen Verträgen. Einen dauerhaften Markt, auf dem Unternehmen und Kapitalgeber interagieren können, gibt es bisher noch nicht.¹²⁸ Daher sind die Informations- und Suchkosten für Genussscheine ebenfalls als mittel bis hoch einzuschätzen. Lediglich für Kapitalgesellschaften (insbesondere GmbH) existiert ein dauerhafter Markt auf dem Unternehmen und Investoren zueinander finden können.¹²⁹

¹²⁵ Einschätzung basiert auf eigener Recherche.

¹²⁶ Eigene Berechnung basierend auf Destatis (2011).

¹²⁷ Vgl. Dross, C. (1996), 149ff.

¹²⁸ Die Website www.emissionsmarktplatz.de informiert über aktuell angebotenes Genusskapital. Sie stellt jedoch lediglich einen Informationsdienst dar. Die bisher noch nicht aktive (d.h. es werden derzeit keine Beteiligungen vermittelt) Plattform Mashup Finance könnte einen Markt eröffnen, auf dem aktiv vermittelt wird und später Genussscheine gehandelt werden.

¹²⁹ www.nexxt-change.org ist eine Initiative vom Bundesministerium für Wirtschaft und Technik. Die Internetplattform soll Unternehmenskäufe und -verkäufe erleichtern. Auf der Plattform Deutsche Unternehmensbörse (www.dub.de) können Investoren sowohl nach aktiven als auch stillen Teilhaberschaften an Unternehmen suchen. Auch Minderheitsanteile werden angeboten.

Die vorhandenen Plattformen sind jedoch auf etablierte Unternehmen ausgerichtet und nicht auf Start-Up-Unternehmen. Weiterhin werden nur allgemeine Daten der Unternehmen bereit gestellt und keine detaillierten Businesspläne. Die Informationskosten sind im Vergleich zu der Plattform Innovestment daher auch als hoch zu beurteilen. Insgesamt sind die nicht-messbaren Transaktionskosten für Kapitalgesellschaften (GmbH, UG) als mittel einzuschätzen, da die vorhandenen Plattformen zumindest die Suchkosten reduzieren. Ein weiterer Vorteil der Kapitalgesellschaften ist die limitierte Haftung der Gesellschafter, die für Investoren das Verlustrisiko zumindest auf die Einlage beschränken. Daher sollten Investoren eher bereit sein, in eine GmbH oder UG als Gesellschafter einzutreten, als beispielsweise in eine OHG.

4.1.2 Dauer der Kapitalüberlassung

Ein Investor der als Gesellschafter in eine OHG eintritt führt das Eigenkapital zunächst auf unbegrenzte Dauer zu. Darüber hinaus haften er und alle weiteren Gesellschafter gesamtschuldnerisch mit ihrem Privatvermögen für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft.¹³⁰ Ein Austritt aus der OHG ist, soweit nicht anders im Gesellschaftervertrag geregelt, innerhalb von sechs Monaten möglich¹³¹, jedoch besteht die Haftung abgangsbezogen für insgesamt 5 Jahre nach dem Austritt weiter.¹³² Bezüglich der Dauer der Kapitalüberlassung bestehen Parallelen zu KG und GmbH. Auch bei diesen Rechtsformen wird das Kapital grundsätzlich unbeschränkt zur Verfügung gestellt. Eine zeitlich eingeschränkte Bereitstellung würde die Charakterisierung als Eigenkapital erschweren.¹³³ Für Genussscheine gelten bestimmte Kriterien, die die Klassifizierung als Eigenkapital zulassen. Unter anderem zählt eine langfristige Kapitalüberlassung zu diesem Kriterienkatalog.¹³⁴ Ein Vertrag für Investoren müsste entsprechend ausgestaltet sein, um dem Unternehmen Eigenkapital zuzuführen.

Auch der Standardvertrag der Crowdfundingplattform Innovestment sieht zunächst eine unbegrenzte Dauer der Kapitalüberlassung vor, räumt aber sowohl Kapitalgeber als auch dem Start-Up-Unternehmen Kündigungsmöglichkeiten ein.¹³⁵ Die Investoren können ihre Beteiligung frühestens nach drei Jahren kündigen. Hieraus resultiert ein potentiell Liquiditätsrisiko für das Unternehmen. Jedoch dürfte eine Kündigung nur vorkommen, wenn ein Investor entweder dringend Kapital benötigt oder sich das Unternehmen entgegen der Prognose negativ entwickelt. Insbesondere die Kündigungsmöglichkeit für das Unternehmen nach sieben Jahren verdient ebenfalls Aufmerksamkeit. Ist das Unternehmen nach Ablauf dieser Periode soweit etabliert, dass es kreditfähig ist, wird es das Eigenkapital der stillen Gesellschafter durch günstigeres Fremdkapital ablösen. Ist das Unternehmen nicht kreditfähig oder sind die zu zahlenden Fremdkapitalzinsen höher als die kalkulatorischen Eigenkapitalzinsen, wird das Unternehmen, gemäß dem Optimierungskalkül, ein Fortbestehen der Beziehung zu den stil-

¹³⁰ Vgl. §§128ff. HGB.

¹³¹ Vgl. Perridon et al. (2009), S. 359. Die Autoren verweisen auf §132 HGB.

¹³² Vgl. §160 HGB.

¹³³ Vgl. Perridon et al. (2009), S. 358f.

¹³⁴ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer (1994).

¹³⁵ Vgl. §8 des Standardbeteiligungsvertrags.

len Gesellschaftern anstreben. Insgesamt kann bei allen Beteiligungsformen, mit Ausnahme der erörterten Einschränkungen, eine dauerhafte Kapitalüberlassung angenommen werden.

4.1.3 Fungibilität der Unternehmensanteile

Wie bereits in Kapitel 4.1.1.2 angedeutet gibt es für OHG und KG bisher keinen Markt auf dem Unternehmen und Investoren zusammentreffen und somit Gesellschaftsanteile handeln können.¹³⁶ Prinzipiell besteht jedoch die Möglichkeit, dass Anteilseigner aus dem Unternehmen ausscheiden und dafür neue Kapitalgeber den Platz einnehmen. Aufgrund des vermutlich hohen Suchaufwands für Anteilseigner, die ihre Unternehmensanteile veräußern wollen, ist die Handelbarkeit von Unternehmensanteilen von OHG und KG als gering anzunehmen. Für GmbH-Anteile besteht ein Markt, auf dem jedoch zumeist großvolumige Transaktionen angebahnt werden.¹³⁷ Ein Markt für kleinere Beteiligungen existiert nicht, könnte sich aber, aufbauend auf den vorhandenen Plattformen, zukünftig etablieren. Unternehmensanteile sind grundsätzlich frei handelbar, wenn dies im Gesellschaftervertrag nicht anders geregelt ist.¹³⁸ Der Schutz vor dem Eingriff in das Privatvermögen der Gesellschafter ist als Vorteil anzusehen und dürfte als positives Argument beim Verkauf von GmbH-Anteilen dienen. Die Fungibilität der Anteile wird daher als mittel eingestuft.

Die vertragliche Freiheit bei Genussscheinen kann zu einer einfachen aber auch erschwerten Fungibilität führen. Der Gesellschafterkreis kann sich das vertragliche Recht einräumen, vor der Veräußerung von Genussscheinen um Erlaubnis gebeten werden zu müssen oder aber auch eine freie Handelbarkeit ohne Einschränkungen ermöglichen. Speziell für Genussscheine von Start-Up-Unternehmen existiert derzeit kein aktiver Markt. Die Plattform Mashup Finance könnte in der Zukunft neben der Intermediation zwischen Unternehmen und Investoren auch als Handelsplattform für zum Verkauf angebotene Genussscheine dienen. Aufgrund der noch mangelnden Präsenz von Käufern und Verkäufern ist die Fungibilität von Genussscheinen für Start-Up-Unternehmen als gering einzustufen.

Ähnlich ist die aktuelle Situation für stille Gesellschaftsanteile, die über die Crowdfundingplattform Innovestment vermittelt werden, einzuschätzen. Die Plattform ist jedoch, im Gegensatz zu Mashup Finance, bereits aktiv und erste Unternehmen wurden erfolgreich finanziert. Die Haftung der atypischen stillen Gesellschaft ist auf die Einlage limitiert, was Investoren positiv aufnehmen sollten. Eine Veräußerung der Gesellschaftsanteile ist, nach vorheriger Einwilligung durch das Start-Up-Unternehmen, möglich. Eine Intermediation zwischen Käufer und Verkäufer einer stillen Beteiligung durch

¹³⁶ Bei der OHG können tatsächlich keine Gesellschaftsanteile gehandelt werden. Vielmehr könnten die Gesellschafter neuen Gesellschaftern das Recht zusprechen, sich an dem Unternehmen zu beteiligen. Die Ausgestaltung der Rechte (Geschäftsführung und Partizipation an Gewinn / Verlust, etc.) kann dann im Gesellschaftervertrag geregelt werden.

¹³⁷ Auf der Plattform www.nexxt-change.org des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technik werden derzeit von 2.921 Unternehmen lediglich 44 zu einem Kaufpreis von unter 50.000 Euro angeboten. Auf der Plattform www.dub.de wird derzeit nur ein Unternehmensanteil (25 Prozent) für 20.000 Euro angeboten (Stand Dezember 2011).

¹³⁸ Vgl. §15 GmbHG.

die Plattform Innovestment könnte die Fungibilität der Anteile unterstützen. Derzeit ist sie aufgrund des Zwangs, die Start-Up-Unternehmen vor Verkauf um Erlaubnis bitten zu müssen, als gering bis mittel einzustufen.

4.1.4 Mitspracherechte der Kapitalgeber

Die Mitspracherechte für stille Gesellschafter sind typischerweise eingeschränkt. Unter anderem ist die Geschäftsführung dem Unternehmer überlassen und der stille Gesellschafter von dieser ausgeschlossen.¹³⁹ Dem Anteilseigner werden jedoch Kontrollrechte eingeräumt, so dass er die Vertretung seiner wirtschaftlichen Interessen überprüfen und notfalls einklagen kann.¹⁴⁰

Die in Genussscheinen verbrieften Genussrechte sehen üblicherweise keine Mitbestimmungsrechte der Inhaber vor.¹⁴¹ Theoretisch sind, aufgrund der hohen vertraglichen Gestaltungsfreiheit, Mitspracherechte der Investoren jedoch möglich.

Die Rechtsverhältnisse der OHG-Gesellschafter untereinander können im Gesellschaftsvertrag frei vereinbart werden.¹⁴² Grundsätzlich ist aber jeder Gesellschafter zur Geschäftsführung berechtigt und verpflichtet. Die Geschäftsführung betrifft allerdings nur das Innenverhältnis der Gesellschaft. Von der Geschäftsführung ist die Vertretung im Außenverhältnis abzugrenzen. Ein Gesellschafter kann per Gesellschaftsvertrag von der Vertretung nach außen ausgeschlossen sein.¹⁴³ Einem OHG-Gesellschafter sind jedoch umfangreiche Kontroll- und Informationsrechte zu garantieren.¹⁴⁴

Die Kommanditisten der KG sind von der Geschäftsführung ausgeschlossen.¹⁴⁵ Desweiteren können sie den Entscheidungen der Komplementäre nur widersprechen, wenn die Handlungen über den gewöhnlichen Betrieb hinausgehen. Davon unberührt besteht die Möglichkeit, den Kommanditisten per Gesellschaftsvertrag weitgehende Mitspracherechte in der Geschäftsführung zuzugestehen. Allerdings ist im Falle von Start-Up-Unternehmen, die in erster Linie Kapital akquirieren wollen, nicht davon auszugehen. Darüber hinaus stehen dem Kommanditisten weitreichende, nicht aberkennbare Kontrollrechte zu.¹⁴⁶

Die Vertretung der GmbH steht ausschließlich den durch die Gesellschafterversammlung bestellten Geschäftsführern zu.¹⁴⁷ Die Rechte der einzelnen Gesellschafter werden im Gesellschaftervertrag festgelegt und finden Anwendung soweit sie gesetzlichen Vorschriften nicht entgegenstehen.¹⁴⁸ Ein Start-Up-Unternehmen wird logischerweise die Mitspracherechte der Kapitalgeber, soweit rechtlich möglich, limitieren.

¹³⁹ Vgl. §230 HGB und auch §3 des Innovestment-Standardbeteiligungsvertrags.

¹⁴⁰ Vgl. §233 HGB und auch §7 des Innovestment-Standardbeteiligungsvertrags.

¹⁴¹ Vgl. Schachtner, M. (2008), S. 65.

¹⁴² Vgl. Korndörfer, W. (2003), S. 70.

¹⁴³ Vgl. Korndörfer, W. (2003), S. 70f. Beschränkungen der Vertretungsmacht müssen ins Handelsregister eingetragen werden.

¹⁴⁴ Vgl. §118 HGB.

¹⁴⁵ Vgl. §164 HGB.

¹⁴⁶ Vgl. §166 HGB.

¹⁴⁷ Vgl. §§6ff. GmbHG. Es wird jedoch darauf hingewiesen, dass Prokura oder Gesamtvollmachten erteilt werden können, die Nicht-Geschäftsführern eine Vertretung der Gesellschaft nach Außen ermöglichen.

¹⁴⁸ Vgl. §45 GmbHG. Nicht ausschließbar sind jedoch Kontrollrechte. Siehe dazu §51f. GmbHG.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass fast alle Beteiligungsformen so gestaltet werden können bzw. sind (im Fall der Crowdfundingplattform Innvestment), dass sich die Mitspracherechte potentieller Kapitalgeber auf ein Minimum beschränken.

4.1.5 Mitwirkung der Kapitalgeber am Unternehmen

Häufig beschränken sich Geldgeber auf regionale oder nationale Märkte, weil sie zum einen die Unternehmer vor einer Finanzierung gerne persönlich konsultieren und zum anderen durch Einflussnahme bzw. aktive Mitarbeit die Unternehmensentwicklung beeinflussen wollen. Grundsätzlich ist jedoch davon auszugehen, dass die Start-Up-Unternehmen nur an dem Kapital der Investoren interessiert sind und eine operative Mitwirkung der Geldgeber am Unternehmen eher nicht angestrebt wird. Insbesondere OHG-Gesellschafter dürften jedoch, aufgrund ihrer unbeschränkten Haftung, ein gesteigertes Interesse daran haben, ihre eigenen Fähigkeiten ins Unternehmen einzubringen. Kommanditisten, GmbH-Gesellschafter und Inhaber von Genussscheinen könnten grundsätzlich im Unternehmen mitwirken, jedoch gilt auch hier die Vermutung, dass Start-Up-Unternehmen dies tendenziell eher ablehnen würden. Zumal die Unternehmer in diesem Falle einer Vielzahl verschiedener Interessen und Meinungen gerecht werden müssten. Bei der Beteiligung als stiller Gesellschafter eines Unternehmens (über die Crowdfundingplattform Innvestment) ist eine operative Mitarbeit nicht vorgesehen. Investoren mit Expertenwissen könnten sich dem Unternehmen (gleichwohl welcher Rechtsform) als Berater zur Verfügung stellen bzw. ihre Dienste anbieten.

Die Beschaffung von Kapital über Crowdfundingplattformen hat jedoch einen weiteren großen Vorteil. Crowdfunder sind „Provestors“¹⁴⁹, d.h. sie sind Investoren und gegebenenfalls Kunden, die aktiv die Vorzüge (Pro's) der Unternehmen, in die sie investiert haben, kommunizieren. Zum einen nutzen sie ihr soziales Netzwerk, um durch Empfehlungen die Finanzierung der Unternehmen zu sichern und nach erfolgter Finanzierung die Umsätze des Unternehmens zu steigern.¹⁵⁰ Diese unbezahlte Form des Marketings verhilft jungen Unternehmen schnell zu überregionaler Sichtbarkeit und kann, je nachdem wie erfolgreich die Weiterempfehlungskampagnen waren und wie viele Unterstützer gewonnen wurden, als Indikator für den weiteren Geschäftserfolg genutzt werden. Insbesondere die aktive Einbindung von Crowdfundingplattformen in soziale Netzwerke (Facebook, Twitter, Xing, LinkedIn) gewährleistet die schnelle Informationsdiffusion. Investoren, die sich als Kommanditist, Genussscheininhaber oder GmbH- bzw. OHG-Gesellschafter an Start-Ups beteiligen, können natürlich auch ihr soziales Netzwerk nutzen, um ein Unternehmen zu bewerben. Jedoch ist der Aufwand für den Einzelnen (z.B. kein „Like“-Button um Inhalte direkt bei Facebook mit dem sozialen Netzwerk zu teilen) erheblich höher, da eine entsprechende Infrastruktur, wie es sie im Falle der Crowdfundingplattform Innvestment gibt, nicht besteht bzw. erst geschaffen werden müsste.

¹⁴⁹ In Anlehnung an Koren, G. (2010c) der Crowdfunder als „Prosumer“ beschreibt.

¹⁵⁰ Vgl. Kaltenbeck, J. (2011), S. 58.

4.1.6 Schutz des geistigen Eigentums

Ein Problem von Crowdfundingplattformen ist der faktische Zwang für Start-Up-Unternehmen, ihre Geschäftsidee und Planungen detailliert veröffentlichen zu müssen. Spezifische Produktionsverfahren oder Technologien, welche das Know-How eines Unternehmens darstellen, müssen allerdings nicht detailliert erläutert werden. Dennoch besteht die akute Gefahr, dass erfolgsversprechende Geschäftsideen zügig kopiert werden. Auch vermeintliche rechtliche Hürden können umgangen werden, indem Personen als Strohmannen installiert werden.¹⁵¹ Sollten Unternehmen jedoch versuchen, mit einem abgespeckten Businessplan Kapital zu beschaffen, werden sich rational agierende Investoren risikoavers verhalten, weil ihnen nicht alle Informationen zur Beurteilung des Konzeptes vorliegen und ihr Geld daher nicht zur Verfügung stellen. Da eine Vorauswahl von Investoren, für die der komplette Businessplan einsehbar werden soll, zu kosten- und zeitintensiv sein dürfte, kann nur eine schnelle Umsetzung oder spezielles Know-How einen Wettbewerbsvorsprung gegenüber der Konkurrenz sichern.

Unter der Annahme, dass Rechtsformen, die traditionell einen überschaubaren und miteinander vertrauten Gesellschafterkreis haben, für eine Beteiligung einer Vielzahl an Investoren genutzt wird, besteht diese Problematik ebenfalls. Eine Ausnahme nimmt hier die OHG ein. Da es sich um eine Handelsgesellschaft handelt, sind die Kontakte und Geschäftsprozesse als „geistiges Eigentum“ anzusehen. Diese müssen einem Investor nicht offengelegt werden. Mit zunehmender Dauer der Geschäftsbeziehung steigt jedoch das Risiko, dass diese Informationen bekannt werden. Zudem kann die Strohmann-Problematik bei der OHG vernachlässigt werden, da mit dem Gesellschafterstatus die gesamtschuldnerische Haftung einhergeht. Ein Know-How-Diebstahl würde dem Unternehmen schaden, für dessen eventuellen Verlust der Gesellschafter dann haften müsste.

4.1.7 Weitere Aspekte von Crowdfundingplattformen

Investoren suchen nach renditestarken Investitionsmöglichkeiten mit angemessenem Risiko¹⁵², gleichzeitig sind Start-Up-Unternehmen an einer möglichst günstigen Finanzierung zum Auf- bzw. Ausbau ihrer Geschäftstätigkeit interessiert. Crowdfundingplattformen können als Intermediär beide Parteien zusammenbringen. Neben den anfallenden Gebühren, die dem Start-Up für die Dienstleistung der Plattform berechnet werden, muss das Kapital der stillen Gesellschafter darüber hinaus im Erfolgsfall gemäß ihrem Kapitalanteil verzinst werden. Da die stillen Gesellschafter nur bei einem Gewinn zusätzlich partizipieren, erwächst hieraus kein Risiko für die Unternehmer, wie es aber beispielsweise eine fixe Vergütung der Anteile darstellen könnte. Das unternehmerische Risiko tragen jedoch alle Eigenkapitalgeber, unabhängig der Unternehmensrechtsform. Die geforderten Renditen traditioneller Risikokapitalgeber liegen größtenteils im deutlich zweistelligen Bereich.¹⁵³ Für Venture Capital-geförderte Start-

¹⁵¹ Auf dieses prinzipielle Problem wurde bereits in Kapitel 3.4 eingegangen.

¹⁵² Zur Berücksichtigung des μ - σ -Prinzip siehe Perridon et al. (2009), S. 252f.

¹⁵³ Siehe Abbildung 17 im Anhang.

Ups besteht das Risiko, dass die Unterstützung beendet werden könnte, sollten die geforderten Renditen nicht erzielt werden. Dieses Risiko besteht für Start-Up-Unternehmen, die Kapital über die Crowdfundingplattform Innvestment aufgenommen haben, für die ersten drei Geschäftsjahre nicht.

Zuletzt soll noch ein Problem angesprochen werden, welches die Plattform Innvestment, aber auch andere Crowdfundingplattformen (z.B. Seedmatch, c-crowd) anscheinend gelöst bzw. noch zu lösen (Mashup Finance) haben:

Bereits Aristoteles beschrieb das, als Henne-Ei-Problem bekannt gewordene, Problem des ursprünglichen Auslösers einer Kausalkette, bei der die Ergebnisse abwechselnd Ursache oder Wirkung darstellen.¹⁵⁴ Für Crowdfundingplattformen existiert auch ein Henne-Ei-Problem. Die Problematik besteht darin, gleichzeitig eine ausreichend große Anzahl an finanzstarken Investoren und aussichtsreichen Start-Up-Unternehmen anzusprechen. Für einen späteren Betrachter stellt sich die Frage, ob zuerst die Unternehmen oder die Investoren auf der Plattform aktiv waren. Die Antwort muss lauten: Beide gleichzeitig. Denn bieten sich den Investoren keine attraktiven Investitionsmöglichkeiten, werden sie andere Wege suchen, ihr Kapital gewinnbringend anzulegen. Sind hingegen nicht ausreichend Investoren auf einer Crowdfundingplattform aktiv, werden sich Start-Ups anderen Plattformen zuwenden oder nach alternativen Instrumenten der Kapitalaufbringung suchen.

Crowdfundingplattformen stellen somit einen virtuellen, zweiseitigen Markt dar.¹⁵⁵ Die Crowdfunder und die Start-Up-Unternehmen bilden zwei heterogene Nutzergruppen, die sich auf diesem Markt treffen. Beide Parteien sind, um ihren eigenen Nutzen steigern zu können, auf die jeweils andere angewiesen. Die wechselseitige Abhängigkeit einer Nutzergruppe von der anderen bezeichnet den Netzwerkeffekt¹⁵⁶.

Neben einer attraktiven Plattform für Investoren und Start-Up-Unternehmen (Lösung des Henne-Ei-Problems) muss auch die Crowdfundingplattform zumindest langfristig kostendeckend arbeiten, um die Dienstleistung weiterhin anbieten zu können. Es ist davon auszugehen, dass zur Erreichung dieses Ziels zukünftig ein Vielfaches der bisher vermittelten Finanzierungssumme über die Plattform Innvestment vermittelt werden muss. Daher müssen weitere Start-Ups als auch Investoren akquiriert werden.

4.2 Zwischenfazit der Eignungsanalyse

Unter finanziellen Gesichtspunkten ist die Eigenkapitalaufnahme über eine Crowdfundingplattform, bei den gewählten Prämissen, nicht die günstigste Form der Finanzierung. Jedoch bewegen sich die Gebühren in einem Bereich, der sie als Alternative möglich werden lässt. Je geringer die Finanzierungssumme insgesamt und die Finanzierungssumme je Investor, desto konkurrenzfähiger wird die Finanzierung über eine

¹⁵⁴ Vgl. Floßmann, B. (2011), S. 7.

¹⁵⁵ Vgl. Rochet, J.-C., Tirole, J. (2003), S. 991.

¹⁵⁶ Der indirekte Netzwerkeffekt beschreibt den positiven Effekt, dass durch eine Steigerung der Nutzeranzahl einer Gruppe die Attraktivität der Plattform für die andere Nutzergruppe steigt. Der direkte Netzwerkeffekt hingegen beschreibt die Nutzensteigerung für ein Individuum, die durch die Zunahme der Gesamtnutzerzahl eines Netzwerkes entsteht. Eine Steigerung der Investorenanzahl bietet neben positiven Effekten für Unternehmen auch für andere Investoren den Vorteil, dass weitere Meinungen zu einer konstruktiven Preisfindung beitragen.

Crowdfundingplattform, da sich die Gebühren prozentual an der Finanzierungssumme berechnen.¹⁵⁷ Durch die Nutzung von Crowdfundingplattformen dürften sich die Such- und Informationskosten für Unternehmer und Investoren deutlich verringern. Insbesondere im effizienten Informationsprozess liegt ein, eventuell entscheidender, Vorteil gegenüber traditionellen Unternehmensrechtsformen. Weltweit haben sich bereits eine Vielzahl an Plattformen etabliert, die als Intermediär zwischen Geldgebern und Unternehmern dienen und helfen, Kapitalbeteiligungen anzubahnen. Grundsätzlich steht die Kapitalbeteiligung bei allen Beteiligungsformen dauerhaft zur Verfügung. Bei der in dieser Arbeit detailliert betrachteten Crowdfundingplattform Innvestment gibt es jedoch die Besonderheit beidseitiger Kündigungsrechte. Investoren und Unternehmen können ihre Gelder frühestens nach drei bzw. sieben Jahren kündigen. Prinzipiell ist jedoch davon auszugehen, dass beide Parteien an einer dauerhaften Beziehung interessiert sind. Auch für die anderen Beteiligungsformen ist grundsätzlich von einer dauerhaften Beteiligung auszugehen. Gegenwärtig gibt es keinen Markt auf dem Unternehmensanteile von Start-Up-Unternehmen, egal welcher Rechtsform, aktiv gehandelt werden. Dies kann zum einen am hohen Risiko von Investitionen in Start-Up-Unternehmen liegen und dass bisher nur ein begrenzter Kreis an Investoren in junge, innovative Unternehmen investiert, die die Anteilskäufe und -verkäufe direkt unter sich abwickeln. Zum anderen gibt es Crowdfundingplattformen erst seit circa zwei Jahren weltweit und in Deutschland erst seit dem vierten Quartal 2011, so dass sich aktive Handelsmärkte noch nicht entwickeln konnten, weil der Fokus zunächst auf der Vermittlung von Kapital an Start-Up-Unternehmen lag und nicht auf dem Handel der Unternehmensanteile.

Crowdfunding soll zunächst nur der Finanzierung von Unternehmen mit Eigenkapital dienen, ohne den Kapitalgebern eigenkapitaltypische Mitspracherechte in der Unternehmensführung gewähren zu müssen. Jedoch können diese Einschränkungen auch für traditionelle Unternehmensbeteiligungsformen vertragsrechtlich so gestaltet werden, dass in diesem Punkt kein Vorteil zu erkennen ist. Auch für den Schutz geistigen Eigentums besteht hier weitestgehend Uniformität. Lediglich für die OHG wird prognostiziert, dass ein Informationsdiebstahl durch Strohmänner tendenziell ausgeschlossen ist. Grundsätzlich besteht die Gefahr für Unternehmen, die Kapital von einer Vielzahl an Investoren akquirieren möchten, zu viele Informationen preiszugeben. Hier ist das Management gefordert, detailliert zwischen kritischen und unkritischen Informationen zu differenzieren, so dass die Gefahr des Know-How-Verlustes minimiert wird.

Zuletzt soll noch darauf hingewiesen werden, dass die Crowdfundingplattformen in diverse soziale Netzwerke bereits eingebunden sind und somit die nötige Infrastruktur für eine schnelle Verbreitung der Kapitalgesuche garantieren. Auf diese Infrastruktur müssten Unternehmen, die eine Finanzierung eigenständig organisieren würden, verzichten. Weiterhin kann auch davon ausgegangen werden, dass Crowdfunder die

¹⁵⁷ Unter der Prämisse, dass bei den traditionellen Rechtsformen jeder Anteilseigner ins Handelsregister eingetragen wird und hierfür ein fixer Geldbetrag als Gebühr entsteht, steigt die prozentuale Gebührenbelastung je geringer die Finanzierungssumme insgesamt bzw. je Investor ist. Für die betrachtete Plattform Innvestment bedeutet dies, dass ihre Gebühren ab einer Investitionssumme je Investor (Anteilspreis) von unter 2.025 Euro günstiger sind als die der verglichenen Rechtsformen (ausgenommen Genussscheine, da hier nur eine Kostenschätzung möglich war).

Marktleistungen also Dienstleistungen und Produkte, ihres geförderten Unternehmens in ihren eigenen sozialen Netzwerken aktiv bewerben.

Für Entrepreneure, die eine ausreichende Finanzierung des Unternehmens über Familie und Freunde sowie eigene Vermögenswerte nicht darstellen können und für die auch eine Finanzierung durch Venture Capital-Gesellschaften nicht möglich ist, bietet sich Crowdfunding als alternative Unternehmensfinanzierung an. Neben der Beschaffung von Eigenkapital werden die Interessen der Gründer (geringe Mitspracherechte der Kapitalgeber, gewinnabhängige Vergütung, etc.) gewahrt und zusätzlich eine zukünftig breite Bekanntheit des Unternehmens gewährleistet. Die Gebühren der Crowdfundingplattformen können für die erbrachte Dienstleistung (Präsenz im Internet, Bündelung von Investoren, Vertragsgestaltung, etc.) als angemessen beurteilt werden. Insbesondere für Start-Up-Unternehmen, die einen kleinen fünfstelligen Betrag einwerben möchten, ist Crowdfunding nahezu alternativlos, da alleine die Rechtsberatungskosten, um einen Beteiligungsvertrag zu erstellen, deutlich mehr als vier bis acht Prozent der Finanzierungssumme ausmachen würden. Insgesamt ist Crowdfunding daher gegenüber den genannten Alternativen zu präferieren.

5. Schlussbetrachtung und Ausblick

Die Studie wurde angefertigt, um einen allgemeinen Überblick über die noch junge Finanzierungsform Crowdfunding insgesamt und Crowdfunding im Speziellen zu geben und zu klären, ob Crowdfunding eine mögliche Finanzierungsalternative für Start-Up-Unternehmen darstellen kann. Des Weiteren sollte erörtert werden, ob die vorhandenen Crowdfundingplattformen die einzige Alternative für Gründer zu Venture Capital sind, um größere Summen Eigenkapital zu akquirieren, oder ob eine Eigenkapitalinvestition einer Vielzahl von Investoren auch mit traditionellen Unternehmensrechtsformen darstellbar ist. Im Verlauf der Argumentation stellte sich die Frage, ob die Vorteile der bereits etablierten Crowdfundingplattformen gegenüber eventuellen Nachteilen überwiegen, oder ob Alternativen vorstellbar sind.

Es kann festgehalten werden, dass Crowdfunding die jüngste und vom aufgebrauchten Kapital bisher unbedeutendste Unterart von Crowdfunding ist. Seit dem sich die ersten Crowdfundingplattformen im Jahr 2010 für Investoren und Start-Up-Unternehmen öffneten, wandelt sich diese Bedeutung jedoch stetig. Dennoch steckt Crowdfunding sowohl im Ursprungsland USA als auch in Deutschland noch in seinen Kinderschuhen. Unternehmen, die in der Vergangenheit aufgrund mangelnder Finanzierung nicht gegründet wurden bzw. ihre Produkte oder Dienstleistungen nicht am Markt etablieren konnten, können nun auf eine neue Finanzierungsalternative zurückgreifen. In der Arbeit wurde anhand verschiedener Kriterien überprüft, ob die Finanzierung eines Start-Up-Unternehmens auch mit traditionellen Unternehmensrechtsformen möglich ist, wenn nicht auf wenige finanzstarke, sondern auf eine Vielzahl an Investoren mit geringeren Investitionsbeträgen zurückgegriffen werden muss. Zudem wurde die Crowdfundingplattform Innvestment anhand der gleichen Kriterien untersucht und bewertet. Folgende Erkenntnisse können festgehalten werden:

Zum einen können klassische Rechtsformen vertraglich so gestalten werden, dass eine größere Anzahl an Investoren ein Start-Up-Unternehmen mit Eigenkapital versorgen kann und gleichzeitig die Interessen der Unternehmer gewahrt werden. Zum anderen zeigte die Auswertung der Ergebnisse, dass Crowdfundingplattformen über den großen Vorteil verfügen, bereits einen Stamm an Investoren vorweisen zu können und neben der Infrastruktur und Einbindung in soziale Netzwerke, bereits organisatorische Vorarbeit (u.a. Vertragsvorlagen) geleistet haben. Insbesondere bei geringeren Finanzierungssummen verstärkt sich der positive Effekt, dass die Gebühren prozentual von der Finanzierungssumme berechnet werden. Jedoch soll dies nicht bedeuten, dass Crowdfunding für Start-Up-Unternehmen mit geringem Finanzierungsbedarf besser geeignet ist als für Unternehmen mit hohem Finanzierungsbedarf. Die Einbindung der Plattformen in soziale Netzwerke sowie das Engagement von Crowdfinancern „ihr“ Unternehmen zu bewerben, resultiert in einer schnellen Bekanntheit des Unternehmens. Weiterhin können Crowdfinancern theoretisch weltweit aktiv sein, da sie sämtliche entscheidungsrelevanten Informationen effizient zur Verfügung gestellt bekommen. Zudem bietet sich für Crowdfinancern die Möglichkeit, Unternehmen zu entdecken, auf die sie ohne Crowdfundingplattformen nicht aufmerksam geworden wären. Als Erkenntnis aus den angesprochenen Punkten kann die Hypothese formuliert werden, dass Crowdfundingplattformen zukünftig eine Möglichkeit bieten werden, größere Summen (mittlere bis hohe sechsstelligen Beträge) Eigenkapital zu akquirieren, falls weder ein Business Angel oder eine Venture Capital Gesellschaft das Unternehmen unterstützen möchte. Somit könnte eine Lücke zwischen Seed- / Early-Stage-Financing und Later-Stage-Financing durch ein Investorenkollektiv geschlossen werden, welches bisher nur Venture Capital-Gesellschaften oder vermögende Einzelpersonen übernehmen konnten. „Ganz nebenbei“ eröffnet sich für Anleger auch eine neue Anlageklasse mit überdurchschnittlichem Renditepotential.

Crowdfunding und speziell Crowdfunding sind ein sehr junges Phänomen in Deutschland. Daher sind Aussagen bzw. Prognosen über das mögliche Finanzierungsvolumen kritisch zu prüfen und zu hinterfragen. Dennoch soll eine Prognose gewagt werden. Ob Crowdfunding in Zukunft höhere Finanzierungssummen für einzelne Start-Up-Unternehmen ermöglichen kann, hängt stark von der medialen Präsenz und den anfänglichen Erfolgen der crowdfinanzierten Unternehmen, in Kombination mit positiven Renditen für deren Investoren, ab. In Deutschland vermitteln seit dem vierten Quartal 2011 zwei Crowdfundingplattformen aktiv Unternehmensbeteiligungen. Über Innoventure und Seedmatch sind bisher circa 520.000 Euro Eigenkapital für Start-Up-Unternehmen eingesammelt worden. Eine Hochrechnung des erzielten Finanzierungsvolumens im vierten Quartal 2011 auf das Gesamtjahr, lässt eine konservative Prognose von circa zweieinhalb Millionen Euro im Jahr 2012 mehr als plausibel erscheinen. Zusätzliche mediale Aufmerksamkeit, der Eintritt weiterer Plattformen und Start-Up-Unternehmen vorausgesetzt, kann das Finanzierungsvolumen durchaus höher (3-4 Millionen Euro) ausfallen. Selbst wenn sich die Prognose als deutlich zu niedrig erweisen sollte, wird Crowdfunding als Finanzierungsinstrument dennoch auf Jahre nur eine Nische besetzen können. Das Potential in dieser Finanzierungsform gesehen

wird, zeigen die vielen Markteintritte von neuen Crowdfundingplattformen (u.a. Devexo.com) in Deutschland.

Die Zunahme an Crowdfundingplattformen könnte aber auch zu einer Zerstreuung der Marktanteile führen und die Marktübersicht negativ beeinflussen. Investoren könnten auch, weil sie nur auf einer oder wenigen Plattformen aktiv sind oder aufgrund der Unübersichtlichkeit des Angebots, abgeschreckt werden und interessante Investitionsmöglichkeiten übersehen. Resultierend daraus würden eventuell weniger Projekte erfolgreich finanziert und die mediale Präsenz abflauen. Bestenfalls führt eine Zunahme an Crowdfundingplattformen jedoch zu verstärktem Wettbewerb, sowie einer Spezialisierung und Fokussierung des Angebots der einzelnen Plattformen. Eventuell ermöglicht dies günstigere Konditionen für die Start-Up-Unternehmen und führt zu einem Anstieg an Unternehmen, die sich durch die Crowd finanzieren lassen wollen. Crowdfundingplattformen könnten neben der Intermediation zwischen Unternehmern und Investoren zukünftig auch die Vermittlung zwischen Verkäufer und Käufer von Unternehmensanteilen übernehmen. Zum einen würde dies die Fungibilität der Anteile positiv beeinflussen und zum anderen eine weitere Einnahmequelle für die Crowdfundingplattformen eröffnen.

Wie bereits erwähnt, ist Crowdfunding ein neuartiges Thema in der Finanzierung und daher sind viele Fragen noch zu beantworten. Diese Studie erläutert den Crowdfundingprozess und nimmt sich einigen Fragen zur Bedeutung sowie Vor- und Nachteilen von Crowdfunding und Crowdfundingplattformen, potentiellen Agency-Konflikten zwischen den Beteiligten im Crowdfundingprozess und dem Vergleich zu anderen Unternehmensrechtsformen an. Jedoch lassen sich auch neue Fragen aufwerfen. Warum und nach welchen Kriterien wählen Crowdfunder Unternehmen aus? Nutzen sie Bewertungsmodelle oder entscheiden sie nach Gefühl? Welchen Einfluss haben Crowdfunder auf die Performance von Start-Up-Unternehmen? Sind bestimmte Anlegertypen, Berufs-, Gehalts- oder Altersgruppen eher für Crowdfunding prädestiniert als andere? Diese exemplarisch genannten Fragen zeigen, dass Crowdfunding ein noch weites, unbearbeitetes Forschungsgebiet für zukünftige Arbeiten bietet.

Literaturverzeichnis

A

Akerlof, G. A. (1970), The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics, vol. 84, issue 3, S. 488 - 500

B

Belleflamme et al. (2011), Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. Abgerufen am 12. November 2011 von http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1836873

Betge, P. (1996), Bankbetriebslehre, Berlin

BGB (2011), Bürgerliches Gesetzbuch, Beck

Börner, C. J., Grichnik, D. (2005), Entrepreneurial Finance, Düsseldorf

Brettel, M. J. (2000), Business Angels: Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland, Wiesbaden

Brettel, M. J., Reißig-Thust, S., Witt, P. (2001), WHU Forschungspapier Nr. 81. Abgerufen am 24. November 2011 von <http://cosmic.rrz.uni-hamburg.de/webcat/hwwa/edok01/whu/FP81.pdf>

Brettel, M. J., Rudolf, M., Witt, P. (2005), Finanzierung von Wachstumsunternehmen, Wiesbaden

Buhl, H. U., Kundisch, D. (2003), Transformation von Finanzintermediären durch Informationstechnologie, Wirtschaftsinformatik, Band 45, Heft 5, S. 503-508

BVK (2011a), Bundesverband der Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Abgerufen am 5. Dezember 2011 von http://www.bvkap.de/media/file/375.20110302_BVK_Jahresstatistik_2010.pdf

BVK (2011b), Bundesverband der Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Abgerufen am 15. Dezember 2011 von http://www.bvkap.de/media/file/405.20111121_BVK-Statistik_Bericht_Q3_2011_final.pdf

D

Destatis (kein Datum). Abgerufen am 15. Dezember 2011 von <http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Statistiken/FinanzenSteuern/Steuern/Umsatzsteuer/Tabellen/Content100/SteuerpflichtigeRechtsformen,templateId=renderPrint.psm1>

Dross, C. (1996), Genußrechte, München / Wien

E

Eilenberger, G. (1994), Betriebliche Finanzwirtschaft, München.

F

Floßmann, B. (2011), Huhn oder Ei? Philosophische Dichotomien, Berlin

Frambach, H., Eissrich, D. (2002), Transaktionskosten - konzeptionelle Überlegungen zu einem fundamental und kontrovers diskutierten Ansatz der Neuen Institutionenökonomik. In Ipsen, D., Peukert, H., Institutionenökonomie: Theoretische Konzeptionen und empirische Studien, Frankfurt am Main.

Franke, G., Hax, H. (2004), Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, Berlin / Heidelberg

Fueglistaller, U., Müller, C., Volery, T. (2008), Entrepreneurship, St. Gallen

für-gruender.de. (2011), Crowd funding in Deutschland – Entwicklungen und Trends. Abgerufen am 2. Dezember 2011 von <http://www.fuer-gruender.de/fileadmin/m>

ediapool/Unsere_Studien/Crowd_funding_Okt_2011/Crowd_funding-Monitor_Oktober_2011.pdf

G

Geisel, B. R. (2004), Eigenkapitalfinanzierung: Praxiserprobte Instrumente zur Steigerung der Liquidität, Wiesbaden

GmbHG (2011), GmbHG in Gesellschaftsrecht, Beck

Grichnik, D., Brettel, M. J., Koropp, C., Mauer, R. (2010), Entrepreneurship, St. Gallen / Aachen

H

Hartmann-Wendels, T., Pfingsten, A., Weber, M. (2007), Bankbetriebslehre, Berlin

Hayn, M. (2000), Bewertung junger Unternehmen, Herne

Heimbuch, A. (2011). Abgerufen am 2. November 2011 von <http://blogs.tu-ilmenau.de/crowdsourcing/definitionsversuch/>

Heister, P. (2010), Finanzierung von Social Entrepreneurship durch Venture Philanthropy und Social Venture Capital, München

Hellio, F., Thill, P.-S. (2002), Steuern in Frankreich, Köln

HGB (2011), Handelsgesetzbuch, Beck

Holmström, B., Roberts, J. (1998), Journal of Economic Perspectives, vol. 12, issue 4. Abgerufen am 12. November 2011 von <http://pages.stern.nyu.edu/~wgreene/entertainmentandmedia/Holmstrom.pdf>

Horst, P., Krüger, P. (1999), Business Angels Netzwerk Deutschland. Abgerufen am 4. November 2011 von <http://www.business-angels-rlp.de/fileadmin/anwenderdaten/dokumente/Mustervertrag.pdf>

Hössli, B. (2008), Die schweizerische juristische Person & Co, St. Gallen

Howe, J. (2009), Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Business, New York

Howe, J. (2006), The Rise of Crowdsourcing, Wired Magazine, vol. 14, issue 6

I

IDW (1994), Institut der Wirtschaftsprüfer, HFA 1/1994: Zur Behandlung von Genußrechten im Jahresabschluss von Kapitalgesellschaften

IHK Berlin (2011). Abgerufen am 2011. Dezember 12 von http://www.ihk-berlin.de/linkableblob/1169946/.16./data/Gebuehren_des_Handelsregisterverfahrens-data.pdf

IHK Oldenburg (2011). Abgerufen am 2011. Dezember 12 von http://www.ihk-oldenburg.de/download/gmbH_gruendung.pdf

IHK Ostbrandenburg (2011). Abgerufen am 12. Dezember 2011 von http://www.ihk-ostbrandenburg.de/file/6929-HR-Gebuehren_2011.pdf

Innovestment (2011a). Abgerufen am 21. November 2011 von http://www.innovestment.de/startups/stille_beteiligung.html

Innovestment (2011b). Abgerufen am 23. November 2011 von <http://www.innovestment.de/investors/auction.html>

Innovestment (2011c). Abgerufen am 28. November 2011 von <http://www.innovestment.de/startups/offer.html>

J

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, S. 305 - 360

K

Kaltenbeck, J. (2011), Crowdfunding und Social Payments im Anwendungskontext von Open Educational Resources, Graz

Kappel, T. (2009), Ex ante crowdfunding and the recording industry: A model for the U.S.? Abgerufen am 15. November 2011 von <http://elr.ils.edu/issues/v29-issue3/documents/08.Kappel.pdf>

KfW Gründungsmonitor (2011). Abgerufen am 5. Dezember 2011 von http://www.kfw.de/kfw/de/II/II/Download_Center/Fachthemen/Research/PDF-Dokumente_Gruendungsmonitor/KfW-Gruendungsmonitor_2011_Lang.pdf

Koren, G. (2010a). Abgerufen am 3. November 2011 von <http://www.smartermoney.nl/?p=671>

Koren, G. (2010b). Abgerufen am 3. November 2011 von <http://www.smartermoney.nl/?p=272>

Koren, G. (2010c). Abgerufen am 4. November 2011 von <http://www.smartermoney.nl/?p=8>

Koren, G. (2010d). Abgerufen am 7. November 2011 von <http://www.smartermoney.nl/?p=73>

Koren, G. (2010e). Abgerufen am 7. November 2011 von <http://www.smartermoney.nl/?p=631>

Koren, G. (2010f). Abgerufen am 23. November 2011 von <http://www.smartermoney.nl/?p=248>

Korndörfer, W. (2003), Allgemeine Betriebswirtschaftslehre: Aufbau, Ablauf, Führung, Leitung, Wiesbaden

L

Liefmann, R. (1931), Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, Jena.

Loll, F., Mumme, C., Pinkwart, N. (2010). Abgerufen am 15. November 2011 von <http://www.in.tu-clausthal.de/fileadmin/homes/techreports/ifi1010loll.pdf>

M

Martin, N., Lessmann, S., Voß, S. (2008), Crowdsourcing: Systematisierung praktischer Ausprägungen und verwandter Konzepte. Abgerufen am 2. November 2011 von http://ibis.in.tum.de/mkwi08/18_Kooperationssysteme/05_Martin.pdf

Messerschmidt, C. M., Berger, S.C., Skiera, B. (2010), Web 2.0 im Retail Banking, Wiesbaden.

Morduch, J. (1999), The Microfinance Promise, Journal of Economic Literature, vol. 37, S. 1569-1614

mymicroinvest.com. (2011). Abgerufen am 5. Dezember 2011 von <http://www.mymicroinvest.com/blog/classification-of-crowd-funding>

N

Neubecker, J. (2005), Finanzierung durch Corporate Venture Capital und Venture Capital, Dresden

O

Olfert, K. (1997), Finanzierung, Leipzig

P

Perridon, L., Steiner, M., Rathgeber, A. (2009), Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Auflage, München

Portisch, W. (2008), Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus, München

Pratt, J. W., Zeckhäuser, R. J. (1985), Principals and Agents: The Structure of Business, Boston

R

Reichling, P., Beinert, C., Henne, A. (2005), Praxishandbuch Finanzierung, Magdeburg

Reißig-Thust, S. (2003), Venture-Capital-Gesellschaften und Gründungsunternehmen. Empirische Untersuchung zur erfolgreichen Gestaltung der Beziehung, Wiesbaden.

Richter, R., Furubotn, E. G. (1996), Neue Institutionenökonomik, Tübingen

Rochet, J.-C., Tirole, J. (2003), Platform Competition in Two-sided Markets, Journal of the European Economic Association, vol. 1, issue. 4, S. 990-1029

Rudolf, M., Witt, P. (2002), Bewertung von Wachstumsunternehmen, Wiesbaden

S

Schachtner, M. (2008), Accounting und Unternehmensfinanzierung, St. Gallen

Schäfer, H., Oehri, O. (2008), Microfinance als neue Anlageklasse in Portfolio Institutionell, Ausgabe 06, S. 16-22

Schmalenbach, E. (1966), Die Beteiligungsfinanzierung, Köln

Simon, H., Fassnacht, M. (2009), Preismanagement, Wiesbaden

Stahl, F. (2005), Paid Content: Strategien zur Preisgestaltung beim elektronischen Handel mit digitalen Inhalten, St. Gallen

Surowiecki, J. (2004), The Wisdom of Crowds: Why the Many Are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies and Nations, New York

V

von Alvensleben, P. (2007), Genussrechte - Gesellschaftsrecht - Teil 4. In Häger, M., Elkemann-Reusch, M., Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin

W

Wagner, A. (1999), Unternehmensethik in Banken, Wien.

Weimerskirch, P. (1999), Finanzierungsdesign bei Venture-Capital-Verträgen, Wiesbaden

Z

Zandvliet, K. (2010), Crowdsourcing. Abgerufen am 5. November 2011 von <http://www.crowdsourcing.org/editorial/equity-or-debt-the-next-step-in-crowdfunding/2421>

ZEW (2010). Abgerufen am 5. Dezember 2011 von <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/hightechgruendungen10.pdf>

Anhang

Abbildung 13 - Finanzierungsmöglichkeiten junger, innovativer Unternehmen nach Entwicklungsphasen¹⁵⁸

Entwicklungsphase	Gründung	Forschung und Entwicklung	Markteinführung	Wachstum
Finanzierungsphase	Seed		Start-Up	Expansion
Investitionsbedarf junger, innovativer Unternehmen	niedrig	mittel bis hoch	sehr hoch	hoch
Selbstfinanzierungsmöglichkeiten des Unternehmens	hoch	mittel bis gering	sehr gering	gering bis mittel
Hauptbereich der Kostenverursachung	Anmeldekosten, Büro- und Geschäftsausstattung, Konzepterstellung und -prüfung	F&E, Anlagevermögen, ggf. Lizenzen, Fremdforschung	Aufbau Marketing und Vertrieb, Aufbau Fertigung	Ausweitung Marketing und Vertrieb, Produkterweiterung, Intensivierung Einkauf
Typische Finanzierungsquellen	----- Eigene Mittel ----->		----- Fremdfinanzierung -----<	
	----- Öffentliche Fördermittel ----->		----- Venture Capital -----<	

Abbildung 14 - Ablauf des Beteiligungsprozess auf Innoventure.de (aus Unternehmenssicht)¹⁵⁹



¹⁵⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Neubecker, J. (2005), S. 47.

¹⁵⁹ Vgl. Innoventure.de

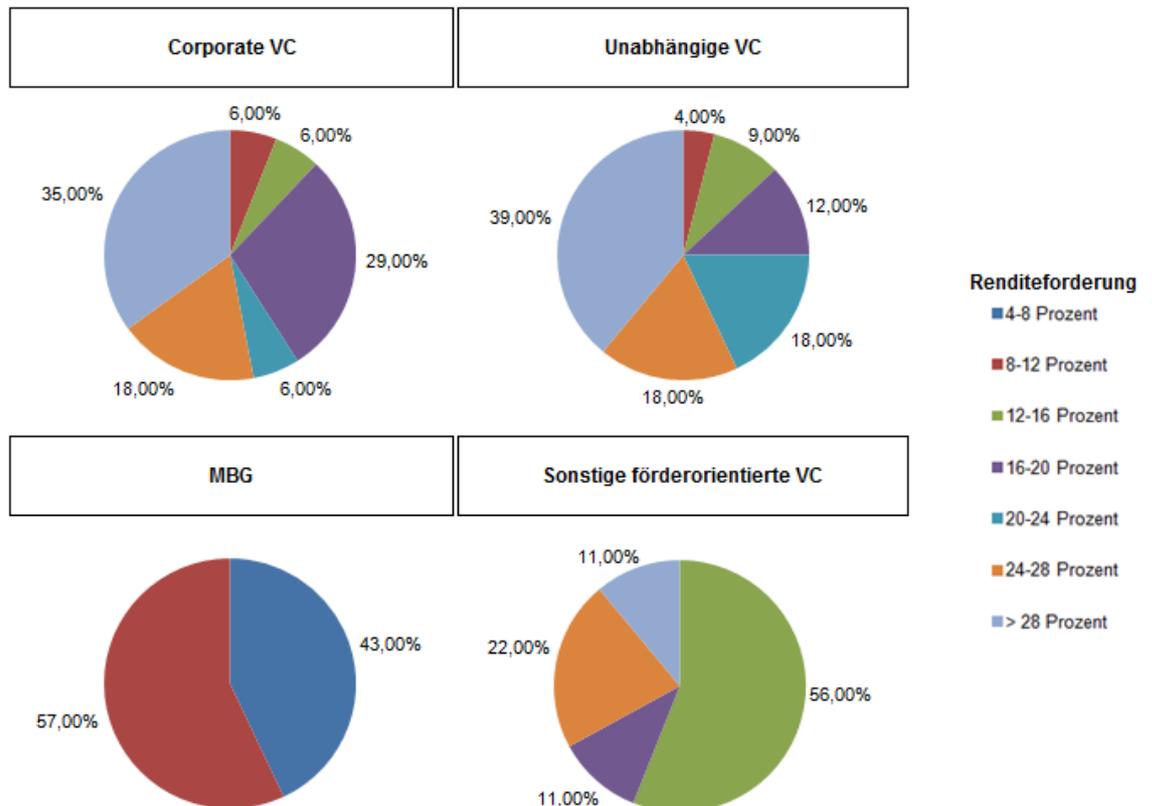
Abbildung 15 - Ablauf des Beteiligungsprozess auf Innvestment.de (aus Investorensicht)¹⁶⁰



Abbildung 16 - Gebühren ausgewählter Crowdfundingplattformen¹⁶¹

Anbieter	Website	Gebühren für Start-Up	Gebühren für Investor
c-crowd	https://c-crowd.com/	5 - 10 % des eingesammelten Kapitals, 299,00 SFr. bei gemeinnützigem Projekt	entfallen
Innvestment	http://www.innvestment.de/	4 - 8 % des eingesammelten Kapitals	entfallen
Investiere.ch	https://www.investiere.ch/	6,5 % des eingesammelten Kapitals	4,5 % des Gewinns von Investor
Seedmatch	http://www.seedmatch.de/	5 - 10 % des eingesammelten Kapitals	entfallen

Abbildung 17 - Renditeforderungen von VC-Gebern¹⁶²



¹⁶⁰ Vgl. Innvestment.de

¹⁶¹ Eigene Darstellung

¹⁶² Eigene Darstellung in Anlehnung an Reichling et al. (2005), S. 34.

Abbildung 18 - Prognose für crowdfundierte Projekte in Deutschland im Jahr 2011¹⁶³

¹⁶³ für-gruender.de (2011), S. 2

Abbildung 19 - Venture Capital Finanzierung in Deutschland 2001 - 2010¹⁶⁴

Finanzierungsanlass	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	Mio. Euro	Unt.	Mio. Euro	Unt.	Mio. Euro	Unt.	Mio. Euro	Unt.	Mio. Euro	Unt.	Mio. Euro	Unt.	Mio. Euro	Unt.	Mio. Euro	Unt.	Mio. Euro	Unt.	Mio. Euro	Unt.
Seed	172,1	103	76,8	95	27,0	28	21,9	26	6,6	20	31,2	68	50,2	125	99,3	213	63,2	159	40,5	201
Start-up	982,2	732	484,0	639	265,5	324	331,6	330	298,3	325	233,1	269	366,3	358	359,1	428	378,2	457	338,6	456
Later Stage-Venture Capital	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	501,6	546	249,1	388	296,9	370
Growth	1.376,2	888	704,5	805	373,8	441	611,9	490	949,7	521	670,1	507	638,5	523	476,3	88	207,3	151	507,0	247
Turnaround	75,6	70	43,0	49	25,7	18	12,7	23	3,2	14	3,8	15	1,3	10	45,4	12	47,0	45	36,6	31
Replacement	73,7	21	18,1	10	4,3	6	92,5	12	6,2	7	97,9	16	212,7	17	263,6	23	80,1	19	54,7	10
Bridge	102,6	63	35,4	40	11,7	8	8,8	9	7,8	14	1,7	3	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.
Buy-Outs	1.652,5	92	1.144,3	82	1.707,6	51	2.686,5	60	1.767,9	82	2.600,3	92	6.172,5	157	5.363,5	146	1388,1	83	2824,1	95
Management Buy-Out	607,1	49	562,0	53	483,2	25	670,3	36	309,0	57	550,6	72	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.
Management Buy-In	78,8	17	29,6	15	4,3	6	49,5	5	15,5	8	12,2	8	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.
Leveraged Buy-Out	966,6	26	552,7	14	1.220,1	20	1.966,7	19	1.443,4	17	2.037,0	12	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.	n.e.
Ohne Angaben	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Gesamt	4.434,9	1.969	2.506,2	1.720	2.415,4	876	3.765,8	950	3.039,6	983	3.637,9	970	7.451,5	1.175	7.108,7	1.392	2413,0	1.278	4098,4	1.382

Abbildung 20 - Überblick über Crowdfundingplattformen im deutschsprachigen Raum (Stand Dezember 2011)¹⁶⁵

Plattform	Website	Art der Eigenkapitalaufnahme	Mindestbeteiligung	Land
c-crowd	http://c-crowd.com/	Erhöhung des Grundkapitals durch Aktienemission	abhängig von Aktienpreis	Schweiz
Mashup Finance	http://mashup-finance.de	Ausgabe von Genussscheinen	ab 100 Euro	Deutschland
Innovestment	http://www.innovestment.de/	Eingehen einer atypische stille Gesellschaft	ab 1.000 Euro	Deutschland
Investiere.ch	https://www.investiere.ch/	Erhöhung des Grundkapitals durch Aktienemission	ab 6.000 CHF	Schweiz
Seedmatch	http://www.seedmatch.de/	Eingehen einer typische stille Gesellschaft	ab 250 Euro	Deutschland

164 BVK (2011a), S. 28.

165 Eigene Darstellung.

Abbildung 21 - Venture Capital-Finanzierung in Deutschland 1. - 3. Quartal 2011¹⁶⁶

	1. Quartal			2. Quartal			3. Quartal			Jan – Sept 2011						
	Mio. Euro	%	Unter-nehmen	Mio. Euro	%	Unter-nehmen	Mio. Euro	%	Unter-nehmen	Mio. Euro	%	Unter-nehmen				
Nach Finanzierungsphasen																
Seed	10,13	1,7	63	15,1	8,47	0,5	59	16,1	10,83	0,9	61	15,5	29,43	0,9	132	13,7
Start-up	86,17	14,1	153	36,7	105,34	6,7	146	39,8	101,28	8,6	158	40,1	292,79	8,7	349	36,3
Later stage-Venture Capital	66,19	10,8	104	24,9	72,22	4,6	78	21,3	62,73	5,3	111	28,2	201,14	6,0	265	27,6
Venture Capital insgesamt	162,50	26,5	319	76,5	186,03	11,9	283	77,1	174,84	14,9	330	83,8	523,37	15,6	729	75,9
Growth	132,19	21,6	63	15,1	158,12	10,1	54	14,7	37,16	3,2	23	5,8	327,47	9,8	133	13,8
Turnaround	0,30	0,0	4	1,0	3,79	0,2	4	1,1	5,26	0,4	6	1,5	9,35	0,3	14	1,5
Replacement Capital	12,03	2,0	3	0,7	0,03	0,0	1	0,3	8,00	0,7	2	0,5	20,06	0,6	6	0,6
Buy-Outs	305,14	49,8	28	6,7	1.216,76	77,8	27	7,4	949,09	80,8	33	8,4	2.470,99	73,7	83	8,6
Gesamt	612,16	100,0	417	100,0	1.564,73	100,0	367	100,0	1.174,35	100,0	394	100,0	3.351,25	100,0	961	100,0
Nach Branchen																
Landwirtschaft	0,00	0,0	0	0,0	0,00	0,0	0	0,0	0,00	0,0	0	0,0	0,00	0,0	0	0,0
Unternehmens-/Industrieerzeugnisse	111,45	18,2	49	11,8	629,69	40,2	43	11,7	396,35	33,8	50	12,7	1.137,49	33,9	124	12,9
Unternehmens-/Industriedienstleistungen	50,41	8,2	50	12,0	36,44	2,3	47	12,8	122,08	10,4	52	13,2	208,94	6,2	139	14,5
Chemie/Werkstoffe	30,84	5,0	10	2,4	204,04	13,0	11	3,0	249,45	21,2	12	3,0	484,33	14,5	26	2,7
Kommunikationstechnologie	35,57	5,8	53	12,7	55,20	3,5	63	17,2	68,48	5,8	54	13,7	159,25	4,8	131	13,6
Computer/Unterhaltungselektronik	70,07	11,4	65	15,6	63,38	4,1	60	16,3	46,65	4,0	64	16,2	180,10	5,4	138	14,4
Bauwesen	26,13	4,3	11	2,6	219,30	14,0	4	1,1	1,03	0,1	6	1,5	246,46	7,4	19	2,0
Konsumgüter/Handel	77,99	12,7	21	5,0	111,09	7,1	20	5,4	90,98	7,7	31	7,9	279,67	8,3	66	6,9
Verbraucherdienstleistungen	7,50	1,2	14	3,4	13,80	0,9	15	4,1	55,69	4,7	13	3,3	76,99	2,3	39	4,1
Energie/Umwelt	84,55	13,8	30	7,2	37,29	2,4	19	5,2	45,35	3,9	16	4,1	167,19	5,0	53	5,5
Finanzdienstleistungen	42,80	7,0	9	2,2	7,28	0,5	6	1,6	15,97	1,4	4	1,0	66,06	2,0	18	1,9
Life Sciences	70,89	11,6	87	20,9	178,77	11,4	75	20,4	66,44	5,7	84	21,3	316,10	9,4	179	18,6
Immobilien	0,20	0,0	1	0,2	5,00	0,3	1	0,3	0,00	0,0	0	0,0	5,20	0,2	2	0,2
Transportwesen	1,85	0,3	5	1,2	3,30	0,2	2	0,5	15,84	1,3	7	1,8	20,99	0,6	13	1,4
Unbekannt	2,31	0,4	12	2,9	0,15	0,0	1	0,3	0,03	0,0	1	0,3	2,49	0,1	14	1,5
Gesamt	612,16	100,0	417	100,0	1.564,73	100,0	367	100,0	1.174,35	100,0	394	100,0	3.351,25	100,0	961	100,0
davon Hightech	92,87	15,2	116	27,8	370,16	23,7	110	30,0	232,31	19,8	131	33,2	695,34	20,7	250	26,0
davon Cleantech	73,55	12,0	18	4,3	226,05	14,4	15	4,1	13,53	1,2	11	2,8	313,12	9,3	33	3,4

Abbildung 22 - Vergleich verschiedener Beteiligungsformen anhand eines Kriterienkatalogs¹⁶⁷

Beteiligungsform Kriterien	Innovestment	OHG	KG	GmbH (und UG)	Genussscheine
messbare Transaktionskosten	4 - 8 % des eingeworbenen Eigenkapitals	Handelsregistereintra- gung für jeden neuen Gesellschafter (circa 102 Euro)	Handelsregistereintra- gung für jeden neuen Kommanditisten (circa 81 Euro)	Eintragung der Gesellschafter in der Gesellschafterliste und ins Handelsregister (circa 168 -280 Euro)	Kosten für Vertragsgestaltung (abhängig von Stundenhonorar)
nicht-messbare Transaktionskosten	gering	hoch	hoch	mittel	hoch
Dauer der Kapitalüberlassung	dauerhaft, jedoch beidseitige Kündigungsrechte	dauerhaft bis zum Ausscheiden oder zur Aufgabe	dauerhaft bis zum Ausscheiden oder zur Aufgabe	dauerhaft bis zum Ausscheiden oder zur Aufgabe	grundsätzlich dauerhaft oder soweit vertraglich geregelt
Fungibilität der Unternehmensanteile	gering - mittel	gering	gering	mittel	gering

¹⁶⁷ Eigene Darstellung.

Fortsetzung Abbildung 25

Beteiligungsform Kriterien	Innvestment	OHG	KG	GmbH (und UG)	Genussscheine
Mitspracherechte der Kapitalgeber	vertraglich ausgeschlossen, jedoch Kontrollrechte	grundsätzlich ja	keine operativen Mitspracherechte, jedoch Kontrollrechte	entsprechend Gesellschaftervertrag, aber nicht ausschließbare Kontrollrechte	grundsätzlich nicht, können jedoch vertraglich zugestanden werden
Mitwirkung der Kapitalgeber am Unternehmen	aktiv nein, aber intensive Nutzung des sozialen Netzwerks	aktiv grundsätzlich ja, Nutzung des sozialen Netzwerks	aktiv möglich, Nutzung des sozialen Netzwerks	aktiv möglich, Nutzung des sozialen Netzwerks	aktiv möglich, Nutzung des sozialen Netzwerks
Schutz des geistigen Eigentums	mittel, jedoch "Strohmann"-Problematik	hoch	mittel, jedoch "Strohmann"-Problematik	mittel, jedoch "Strohmann"-Problematik	mittel, jedoch "Strohmann"-Problematik

PFH Forschungspapiere PFH Research Papers

- 2008/01 **Ahrens, Joachim**
Transition towards a Social Market Economy: Limits and Opportunities.
- 2008/02 **Schlosser, Martin**
Standarddeckende Patente als strategisches Instrument.
- 2008/03 **Pomfret, Richard**
Turkmenistan after Turkmenbashi.
- 2009/01 **Spechler, Martin and Spechler, Dina**
Is Russia Winning in Central Asia?
- 2009/02 **Melnykovska, Inna and Schweickert, Rainer**
Analyzing Bottlenecks for Institutional Development in Central Asia – Is it Oil, Aid, or Geography?
- 2009/03 **Ahrens, Joachim and Jünemann, Patrick**
Adaptive efficiency and pragmatic flexibility: characteristics of institutional change in capitalism, Chinese-style
- 2009/04 **Schlossstein, Dominik F.**
Adaptive Efficiency: Can it Explain Institutional Change in Korea's Upstream Innovation Governance?
- 2009/05 **Riekhof, Hans-Christian, Schäfers, Tobias und Teuber, Sebastian**
Nischenartikel – Wachstumstreiber für den Versandhandel?
- 2009/06 **Riekhof, Hans-Christian, Schäfers, Tobias und Eiben, Immo**
Behavioral Targeting – ein effizienter Einsatz des Online-Werbebudgets?
- 2009/07 **Ahrens, Joachim**
The politico-institutional foundation of economic transition in Central Asia: Lessons from China
- 2009/08 **Riekhof, Hans-Christian und Lohaus, Benedikt**
Wertschöpfende Pricing-Prozesse. Eine empirische Untersuchung der Pricing-Praxis.
- 2010/01 **Riekhof, Hans-Christian und Werner, Franziska**
Pricing-Prozesse bei Herstellern von Fast Moving Consumer Goods
- 2011/01 **Joachim Ahrens, Rainer Schweickert und Juliane Zenker**
Varieties of Capitalism, Governance and Government Spending – A Cross-Section Analysis
- 2012/01 **Hans-Christian Riekhof, Frank Albe, Berit Düvell und Ulrike Gauler**
Das Kirchhof-Steuermodell: Wunsch und Wirklichkeit. Über die Akzeptanz und die Umsetzungschancen aus Sicht von Studierenden und Alumni der PFH Göttingen
- 2012/02 **Hans-Christian Riekhof und Philipp Wacker**
Pricing-Prozesse für KomponentenhHersteller im Maschinen- und Anlagenbau
- 2012/03 **Dario Colosio und Bernhard H. Vollmar**
Die deutsche Healthcare-Branche im Jahr 2015: Zukunftsszenarien mit strategischen Implikationen
- 2012/04 **Christian Danne**
Commitment Devices, Opportunity Windows, and Institution Building in Central Asia
- 2012/05 **Manuel Stark und Joachim Ahrens**
Economic reform and institutional change in Central Asia: towards a new model of the developmental state?
- 2012/06 **Hanno Kortleben und Bernhard H. Vollmar**
Crowdfunding – eine Alternative in der Gründungsfinanzierung?
- 2012/07 **Hans-Christian Riekhof, Marie-Catherine Riekhof und Stefan Brinkhoff**
Predictive Markets: Ein vielversprechender Weg zur Verbesserung der Prognosequalität im Unternehmen?
- 2012/08 **Tobias Fuchs, Manfred Peter Zilling, Hubert Schüle**
Analyse des Spillover-Effekts in Suchketten anhand des Google Conversion Tracking
- 2012/09 **Joachim Ahrens und Manuel Stark**
Unabhängige Organisationen in autoritären Regimes: Widerspruch in sich oder effektives Instrument von Developmental States?