

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

Stefan Wendt

Berlin, Juli 2016
ISSN 2365-8436

Herausgeber:

Sachverständigenrat für Verbraucherfragen
beim Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
Mohrenstraße 37
10117 Berlin

Telefon: +49 (0) 30 18 580-0
Fax: +49 (0) 30 18 580-9525
E-Mail: info@svr-verbraucherfragen.de
Internet: www.svr-verbraucherfragen.de

Diese Veröffentlichung ist im Internet abrufbar.
© SVRV 2016

Mitglieder des SVRV

Prof. Dr. Lucia Reisch (Vorsitzende)

Professorin für Interkulturelle Konsumforschung und europäische Verbraucherpolitik an der Copenhagen Business School

Dr. Daniela Büchel (stellv. Vorsitzende)

Mitglied der Geschäftsleitung REWE für die Bereiche Human Resources und Nachhaltigkeit

Prof. Dr. Gerd Gigerenzer

Direktor der Abteilung „Adaptives Verhalten und Kognition“ und des Harding-Zentrums für Risikokompetenz am Max-Planck-Institut für Bildungsforschung in Berlin

Helga Zander-Hayat

Leiterin des Bereichs Markt und Recht bei der Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen

Prof. Dr. Gesche Joost

Professorin für das Fachgebiet Designforschung an der Universität der Künste und Internetbotschafterin der Bundesregierung im Gremium der „Digital Champions“ der EU

Prof. Dr. Hans-Wolfgang Micklitz

Professor für Wirtschaftsrecht am Europäischen Hochschulinstitut in Florenz

Prof. Dr. Andreas Oehler

Professor für Finanzwirtschaft an der Universität Bamberg und Direktor der Forschungsstelle Verbraucherfinanzen und Verbraucherbildung

Prof. Dr. Kirsten Schlegel-Matthies

Professorin für Haushaltswissenschaft an der Universität Paderborn

Prof. Dr. Gert G. Wagner

Professor für Empirische Wirtschaftsforschung und Wirtschaftspolitik an der Technischen Universität Berlin, Vorstandsmitglied des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung und Max Planck Fellow am MPI für Bildungsforschung

Mitarbeitende des SVRV

Leiter der Geschäftsstelle: Thomas Fischer

Wissenschaftlicher Stab der Geschäftsstelle: Dr. Irina Domurath, Dr. Christian Groß

Dr. Stefan Wendt
Bodagrandi 5
107 Reykjavik
Island

Assistant Professor
Reykjavik University

Studie für das

**Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
Geschäftsstelle des Sachverständigenrats für Verbraucherfragen
Friedrichstraße 191
10117 Berlin
Deutschland**

zum Thema

**„Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für
Verbraucherinnen und Verbraucher“**

Aktenzeichen: GSt SVR-V-7008/6-1-52 282/2015

Abschlussbericht, 8. Mai 2016

Inhaltsübersicht

Zusammenfassung

1 Einführung

2 Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlicher Börsenhandel als Formen der Geldanlage

2.1 Systematisierung und Vergleich mit traditionellen Formen und Prozessen der Geldanlage

2.2 Marktentwicklung

2.3 Rechtliche Rahmenbedingungen

3 Veränderte Rolle der Verbraucherinnen und Verbraucher

4 Analyse der Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

5 Handlungsempfehlungen und Regulierungsbedarf

Literaturverzeichnis

Zusammenfassung

Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlicher Börsenhandel erweitern das den Verbraucherinnen und Verbrauchern zur Verfügung stehende Anlagespektrum insbesondere vor dem Hintergrund sogenannter Disintermediation im digitalen Kontext. Die vorliegende Studie unternimmt einen Vergleich dieser neuen Formen mit traditionellen Formen der Geldanlage sowie eine Analyse der diesbezüglich veränderten Rolle der Verbraucherinnen und Verbraucher. Darauf aufbauend werden die Chancen und Risiken von Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel aus Verbrauchersicht erörtert und verbraucherpolitische Handlungsempfehlungen und Regulierungsbedarf abgeleitet.

Schwarmfinanzierungen basieren auf der Idee, dass eine Vielzahl von Verbraucherinnen und Verbrauchern mit jeweils kleinen Anlagebeträgen zur Finanzierung einzelner Projekte beiträgt. Die Umsetzung erfolgt über Internetplattform und unter Einbezug der digitalen Kommunikationsmöglichkeiten in sozialen Netzwerken. Das Spektrum möglicher Anlageformen reicht dabei vom Erwerb von Unternehmensanteilen oder Aktien über Genussrechte, stille Beteiligungen, partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen bis hin zu einfachen Krediten. Gemeinschaftlicher Börsenhandel entspricht ökonomisch betrachtet einer Delegation des Portfoliomanagements oder von Anlageentscheidungen an sogenannte Signalgeber. Verbraucherinnen und Verbraucher als sogenannte Signalnehmer erhalten damit die Gelegenheit, den Anlageentscheidungen der Signalgeber (automatisch) zu folgen. Unterschiede im Vergleich zu traditionellen Formen und Prozessen der Geldanlage ergeben sich insbesondere aus der Umsetzung von Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel im digitalen Kontext. Das betrifft die schnelleren und umfassenderen Möglichkeiten zum Informationsaustausch sowie das geringere Ausmaß an Intermediationsleistungen. Von Verbraucherinnen und Verbrauchern erfordert dies eine stärkere Einbindung in den Informations- und Entscheidungsprozess.

Das Volumen von Schwarmfinanzierungen erscheint angesichts des Gesamtvermögens privater Haushalte in Deutschland bislang sehr gering. Die Wachstumsraten deuten jedoch eine zunehmende Bedeutung in den kommenden Jahren an. Zum gemeinschaftlichen Börsenhandel fehlen bislang systematische empirische Erhebungen. Plattformen für Schwarmfinanzierungen unterliegen nicht notwendigerweise einer bankaufsichtsrechtlichen Erlaubnispflicht und Aufsicht durch die BaFin. Zwar wurde der Katalog der in der Regulierung erfassten Vermögensanlagen um partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige Anlagen erweitert, jedoch bestehen hinsichtlich der Prospektspflicht Ausnahmen in Abhängigkeit von den Anlagebeträgen der Verbraucherinnen und Verbraucher. Spezifische Regelungen zu gemeinschaftlichem Börsenhandel sind (noch) nicht erkennbar.

Eine veränderte Rolle der Verbraucherinnen und Verbraucher besteht angesichts der Ausweitung des ihnen zur Verfügung stehenden Anlagespektrums, der veränderten Prozesse im digitalen Kontext, der Anforderungen an die Verbraucherinnen und Verbraucher selbst und an die Informationen für die Verbraucherinnen und Verbraucher

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

sowie der Motivation der Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel.

Chancen zeigen sich dahingehend, dass durch Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichen Börsenhandel zusätzliche Anlagemöglichkeiten bestehen, die auch zu weiteren Diversifikationseffekten im Portfolio führen können, geringere Transaktionskosten als bei traditionellen Formen der Geldanlage erreicht und Informationen zwischen Anlegern einfacher und schneller ausgetauscht werden können sowie mehr Wettbewerb möglich erscheint. Grundsätzliche Risiken bestehen für Verbraucherinnen und Verbraucher hinsichtlich einer Fehleinschätzung der eigenen finanziellen Situation, insbesondere der Risikotragfähigkeit, und der Auswirkung der Anlage im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel auf das gesamte Anlageportfolio (Portfolioeffekte). Ursächlich hierfür können mangelndes Bewusstsein über das bestehende Portfolio, fehlende oder qualitativ unzureichende Informationen über die Geeignetheit der Anlagemöglichkeit, begrenzte Fähigkeiten und Fehleinschätzungen der eigenen Motivation sein.

Spezifisch bei einer Anlage in Schwarmfinanzierungen bestehen für Verbraucherinnen und Verbraucher Informationsrisiken hinsichtlich der zu finanzierenden Projekte, der (potenziellen) Kapitalnehmer und der Internet-Plattformen, Risiken in Bezug auf das Verhalten der Kapitalnehmer während der Projektlaufzeit und potenzielle Interessenkonflikte innerhalb der Gruppe der Anleger. Auch in Bezug auf die rechtliche Durchsetzung und die Handelbarkeit der Anlagen bestehen Risiken bzw. potenzielle Nachteile für Verbraucherinnen und Verbraucher. Der gemeinschaftliche Börsenhandel birgt für Verbraucherinnen und Verbraucher insbesondere Risiken hinsichtlich der Auswahl geeigneter Signalgeber und der laufenden Einschätzung der Qualität ihrer Entscheidungen. Aufgrund der unterschiedlichen Ansätze zur Umsetzung des gemeinschaftlichen Börsenhandels können zudem weitere Risiken wie Emittentenrisiken oder rechtliche Risiken bedeutsam werden.

Zu schlussfolgern ist insgesamt, dass die Chancen einer Geldanlage bei Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel für Verbraucherinnen und Verbraucher momentan aufgrund der erheblichen Risiken ökonomisch kaum oder gar nicht sinnvoll nutzbar sind.

Zwar erscheint das Gesamtvolumen, das auf Anlagen im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel entfällt, sehr gering, jedoch ist es sinnvoll, frühzeitig die aus Verbrauchersicht bestehenden Risiken aufzugreifen und entsprechende regulatorische Maßnahmen zu ergreifen. Hierzu zählen insbesondere Anforderungen an die Qualität der Informationen zu den Anlageformen, den Kapitalnehmern beziehungsweise Signalgebern und den Plattformen. Die Qualität bezieht sich insbesondere auf die Verständlichkeit und die Vergleichbarkeit der Informationen und auf Aussagen zur Geeignetheit der Anlageform. Zudem sollte die Regulierung zu verschiedenen Anlageformen weiter vereinheitlicht werden; ebenso sollten Plattformen aufsichtsrechtlich gleich behandelt werden und eine Angleichung der Regulierung über verschiedene Anlagebeträge hinweg erfolgen.

1 Einführung

Die Digitalisierung von Finanzdienstleistungen hat für Verbraucherinnen und Verbraucher das Spektrum von Anlage- beziehungsweise Investitionsmöglichkeiten dahingehend erweitert, dass ihnen sowohl mit Schwarmfinanzierungen (Crowdfunding) als auch mit gemeinschaftlichem Börsenhandel (Social Trading) Angebote zur Verfügung stehen, finanzielle Mittel im Zusammenspiel mit anderen Verbraucherinnen und Verbrauchern gemeinsam zur Finanzierung von Projekten zur Verfügung zu stellen (Schwarmfinanzierungen) oder bei der Investitionsentscheidung anderen Verbraucherinnen und Verbrauchern zu folgen (gemeinschaftlicher Börsenhandel). Die Überlegungen zu Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel werden dabei typischerweise im Kontext sogenannter Disintermediation bei Finanzdienstleistungen diskutiert.¹

Die den Schwarmfinanzierungen sowie dem gemeinschaftlichen Börsenhandel zugrunde liegenden ökonomischen Überlegungen erscheinen zunächst nicht neu. Neu sind jedoch die durch die Abwicklung über Internetplattformen und den Einbezug sozialer Netzwerke größere Verbreitung, die hohe Geschwindigkeit der Abwicklung sowie die Ausweitung der Kommunikationsmöglichkeiten zwischen den potentiellen und zwischen den tatsächlichen Anlegern. Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlicher Börsenhandel über entsprechende Internetplattformen werden dabei zum Teil mit großem Enthusiasmus dargestellt, auch jenseits von Marketingaktivitäten der Plattformen selbst. Beck et al. (2016) führen beispielsweise an: „Crowdfunding is the next step in the world’s progress towards a globalised society promoting cultural and geographical diversification, towards pacification and education of all people, towards economic stability and equality, in our efforts to close distances and bridge gaps – crowdfunding is what is next.“²

Die Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher bei der Anlage im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel sind bislang jedoch nur wenig thematisiert worden. Die vorliegende Studie adressiert diese Chancen und Risiken und orientiert sich dabei am Entscheidungsprozess der Verbraucherinnen und Verbraucher. Im Fokus steht dabei neben der Erweiterung des Anlagespektrums die Frage nach den Informationen, die für die Anlageentscheidungen im Kontext der eigenen finanziellen Situation und für den Vergleich von Anlagealternativen erforderlich sind. Dabei ist auch von Interesse, inwieweit Verbraucherinnen und Verbraucher einschätzen können, ob eine entsprechende Anlage überhaupt geeignet ist. Die Betrachtung erfolgt dabei vor dem Hintergrund des digitalen Kontexts und der damit zusätzlich einhergehenden Chancen und Risiken.

Umfängliche und längerfristige Untersuchungen zum tatsächlichen Erfolg oder Misserfolg liegen – auch bedingt durch die erst kurze Historie der Nutzung der Plattformen – bislang nicht vor. Fleming und Sorenson (2016) stellen daher fest: „Despite this enthusiasm, crowdfunding remains an emerging and evolving phenomenon, one

¹ Vgl. zum Beispiel Rubinton (2011).

² Beck et al. (2016), S. 2.

not particularly well understood by the general public and in some ways not even by those participating in it. Who will be the winners and losers?“³ Die Stiftung Warentest kommentiert im Jahr 2014 zu Wikifolio-Zertifikaten (gemeinschaftlicher Börsenhandel): „Wikifolio Indexzertifikate: Für langfristig orientierte Anleger ungeeignet.“⁴ Im Vordergrund stehen in der Diskussion zudem häufig potentielle Vorteile für Unternehmensgründer hinsichtlich der Kapitalbeschaffung, während Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher bislang nur wenig thematisiert werden.

In der vorliegenden Studie erfolgt zunächst ein Vergleich von Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel mit traditionellen Formen der Geldanlage. Zudem werden die Marktentwicklung und die rechtlichen Rahmenbedingungen dargelegt. Ausgehend von der darauf aufbauenden Analyse der veränderten Rolle der Verbraucherinnen und Verbraucher werden detailliert die Chancen und Risiken von Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel aus Sicht der Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger erörtert. Abschließend werden verbraucherpolitische Handlungsempfehlungen und Regulierungsbedarf abgeleitet.

2 Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlicher Börsenhandel als Formen der Geldanlage

2.1 Systematisierung und Vergleich mit traditionellen Formen und Prozessen der Geldanlage

Schwarmfinanzierungen

Bei der Geldanlage im Rahmen von Schwarmfinanzierungen haben Verbraucherinnen und Verbraucher die Möglichkeit, als Kapitalgeber über das Internet unter Nutzung sogenannter Crowdfunding-Plattformen Kapitalnehmern finanzielle Mittel für die Durchführung von Projekten zur Verfügung zu stellen.⁵ Die Idee der Schwarmfinanzierung besteht darin, dass jeder der Kapitalgeber einen kleinen Finanzierungsbeitrag für das angestrebte Projekt leistet. Schwarmfinanzierungen umfassen dabei das Spektrum von spendenbasierter oder spendenähnlicher Finanzierung von beispielsweise sozialen oder künstlerischen Projekten (Donation-based crowdfunding), über Schwarmfinanzierungen mit häufig nicht-monetärer Gegenleistung, zum Beispiel als Sachwerte oder Dienstleistungen, (Reward-based Crowdfunding) bis hin zu Fremdfinanzierungen (Lending-based Crowdfunding) und Eigenfinanzierungen (Equity-based Crowdfunding) unternehmerischer Aktivität.⁶

Besonderer Fokus liegt bei Schwarmfinanzierungen auf konkreten Projektfinanzierungen und Frühphasenfinanzierungen im Rahmen von Produktentwicklungen und

³ Fleming und Sorenson (2016), S. 6.

⁴ <https://www.test.de/Wikifolio-Indexzertifikate-Fuer-langfristig-orientierte-Anleger-ungeeignet-4718056-0/>; abgerufen am 08.02.2016

⁵ Vgl. zum Beispiel Kleemann, Voß und Rieder (2008); Schwenbacher und Larralde (2012).

⁶ Vgl. zum Beispiel Belleflamme, Lambert und Schwenbacher (2014); Bitkom (2015). Nicht betrachtet werden in dieser Studie Finanzierungen von Projekten, die von Privatpersonen zu privaten Zwecken durchgeführt werden.

Start-ups. Mit Schwarmfinanzierungen werden für Kapitalnehmer insbesondere Vorteile hinsichtlich geringerer Transaktionskosten als bei traditioneller Finanzierung und Zugang zu Finanzierung, bevor Möglichkeiten im Rahmen von traditionellen Kredit- und/oder Beteiligungsfinanzierungen zur Verfügung stehen, verbunden.⁷ Schwarmfinanzierungen basieren dabei auf der Überlegung, im Zusammenhang mit der Akquise finanzieller Mittel über das Internet und hierbei auch unter Nutzung sozialer Netzwerke eine breite Gruppe von Kapitalgebern mit jeweils kleinen Anlagebeziehungsweise Investitionsbeträgen zu bündeln, anstatt eine kleine Gruppe von – institutionellen – Investoren mit höheren Beträgen zu involvieren. Hierbei wird unterstellt, dass das Zusammenführen der Expertise und Erfahrungen innerhalb einer großen Gruppe von Anlegern sowohl für die Anleger als auch für die Kapitalnehmer vorteilhaft ist.⁸

Die Formen von Schwarmfinanzierungen als Investitionsmöglichkeit lassen sich auf Grundlage der Ausgestaltung hinsichtlich der Erfolgsabhängigkeit der Ansprüche der Kapitalgeber bezüglich laufender Zahlungen und der Rückzahlung des eingesetzten Kapitals, der Mitwirkungs- und Kontrollrechte sowie der Rechtsstellung der Kapitalgeber im Falle der Insolvenz des Kapitalnehmers näher charakterisieren.⁹ Hiernach sind Eigenfinanzierungen grundsätzlich durch erfolgsabhängige laufende Zahlungen (erfolgsabhängige Ergebnisverteilung) und durch erfolgsabhängige Beteiligung am Liquidationserlös sowie durch volle Geschäftsführungskompetenz der Kapitalgeber gekennzeichnet. Zudem haben Eigenkapitalgeber keine Ansprüche in der Insolvenz, haften jedoch gegebenenfalls mit dem Privatvermögen. Fremdfinanzierungen sind durch erfolgsunabhängige, feste Zins- und Tilgungszahlungen gekennzeichnet sowie dadurch, dass sie über keine Mitwirkungs- und Kontrollrechte verfügen. Im Falle einer Insolvenz haben Fremdkapitalgeber als Insolvenzgläubiger bevorrechtigte Ansprüche. Reale Finanzierungsinstrumente spiegeln in der Regel nicht diese idealtypischen Ausgestaltungen wider; vielmehr handelt es sich zumeist um Mischformen, die Eigen- und Fremdfinanzierungselemente beinhalten.¹⁰

Für Schwarmfinanzierungen als Investitionsmöglichkeit stellt sich die Situation wie folgt dar.¹¹ Erfolgt die Anlage in Form einer Beteiligung durch den Erwerb von Anteilen am Unternehmen, zum Beispiel durch das Zeichnen von Aktien oder Genossenschaftsanteilen, sind eventuelle Zahlungen an die Kapitalgeber erfolgsabhängig, zum Beispiel in Form von Ausschüttungen als Dividendenzahlungen, und/oder sie profitieren von Wertsteigerungen der Anteile. Dementsprechend besteht auch eine Verlustbeteiligung im Sinne einer Wertminderung der Anteile. Die Kapitalgeber tragen somit das unternehmerische Risiko bis hin zum möglichen Totalausfall, d.h. vollständigen

⁷ Vgl. Schwienbacher und Larralde (2012); Belleflamme, Lambert und Schwienbacher (2014).

⁸ Vgl. Belleflamme, Lambert und Schwienbacher (2014); Lawton und Marom (2010).

⁹ Zu diesen Kriterien vgl. grundlegend Bitz (1993); vgl. auch Oehler und Unser (2002).

¹⁰ Vgl. Bitz (1988, 1993).

¹¹ Da es sich sowohl bei eigen- als auch bei fremdkapitalorientierten Formen des Crowdfunding aus Sicht der Verbraucher um Geldanlagebeziehungsweise Investitionsmöglichkeiten handelt, erscheint die häufig anzutreffende Verwendung des Begriffs Crowdfunding ausschließlich für eigenkapitalorientierte Formen hier nicht zweckmäßig.

Verlust des eingesetzten Kapitals. Im Falle einer Insolvenz haben sie keinen Gläubigerstatus, das heißt, dass sie lediglich über einen eventuell verbliebenen Wert verfügen können, der nach Bedienung aller Gläubigeransprüche noch zur Verfügung steht. Eine Nachschusspflicht über den vertraglich mit der Beteiligung festgelegten, einzuzahlenden Betrag hinaus besteht in der Regel nicht; sie ist jedoch zum Beispiel bei Genossenschaftsanteilen möglich. Die Kapitalgeber verfügen über Mitwirkungs- und Kontrollrechte.¹²

Erfolgt die Anlage in Form von Genussrechten oder stillen Beteiligungen, werden Ausschüttungen oder Rückzahlungen ebenfalls an den wirtschaftlichen Erfolg der finanzierten Projekte geknüpft. Zudem erfolgt eine Verlustbeteiligung, die je nach konkreter Ausgestaltung bei der stillen Beteiligung jedoch ausgeschlossen sein kann. Im Insolvenzfall werden Ansprüche erst nach Bedienung der Forderungen der (anderen) Gläubiger bedient. Die Kapitalgeber verfügen gegebenenfalls über Kontrollrechte im Sinne von Informationsrechten, jedoch über keine Mitwirkungsrechte.¹³

Häufig erfolgt die Anlage beim Crowdfunding über partiarische Darlehen mit gewinnabhängigen und gegebenenfalls erfolgsunabhängigen Zinsen; auch sind festverzinsliche Darlehen möglich. Die Darlehensgeber haben gegebenenfalls Kontroll- beziehungsweise Informationsrechte, jedoch keine Mitwirkungsrechte. Die Ausgestaltung der Darlehen erfolgt meist als Nachrangdarlehen. Eine Verlustbeteiligung existiert nicht, jedoch werden die Forderungen der Darlehensgeber im Insolvenzfall erst nach Erfüllung aller anderen Gläubigeransprüche bedient. Somit besteht das Risiko eines Totalausfalls des eingesetzten Kapitals und der Zinszahlungen.¹⁴

Es zeigt sich, dass eine strikte Trennung nach eigenkapitalorientierter (equity-based) und fremdkapitalorientierter (lending-based) Schwarmfinanzierung aus Sicht von Verbraucherinnen und Verbrauchern wenig sinnvoll erscheint, da es sich typischerweise um Mischformen handelt. Wenn im Folgenden diese Trennung genutzt wird, dann erfolgt dies vor dem Hintergrund, dass diese in Publikationen zum Thema Schwarmfinanzierung häufig vorgenommen wird.¹⁵

Neben den Möglichkeiten der Schwarmfinanzierungen als Investitionsmöglichkeit mit monetären Gegenleistungen gibt es Crowdfunding-Projekte ohne monetäre Gegenleistung. Vielmehr wird eine Gegenleistung in Sachwerten oder Dienstleistungen¹⁶ vereinbart, gegebenenfalls erfolgsabhängig. Es handelt sich hierbei um Reward-based Crowdfunding. Diejenigen, die hierbei finanzielle Mittel zur Verfügung stellen,

¹² Vgl. <https://www.test.de/Crowdfunding-Wer-im-Internet-wofuer-Geld-einsammelt-4762685-0/>; abgerufen am 08.02.2016. Zu den Beteiligungsformen vgl. auch Hagedorn und Pinkwart (2016).

¹³ Vgl. Orthwein (2014); vgl. zur grundlegenden Ausgestaltung der Finanzierungsformen auch Drukarczyk (2003).

¹⁴ Vgl. <https://www.test.de/Crowdfunding-Wer-im-Internet-wofuer-Geld-einsammelt-4762685-0/>; abgerufen am 08.02.2016. Zu den Beteiligungsformen vgl. auch Hagedorn und Pinkwart (2016), Orthwein (2014) sowie grundlegend zu partiarischen Darlehen Drukarczyk (2003).

¹⁵ Younkin und Kashkoli (2016) verweisen auf Grundlage von Daten zum US-amerikanischen Markt zusätzlich auf eine zunehmende Vermischung zwischen Reward-based Crowdfunding und eigenkapitalorientierten und/oder fremdkapitalorientierten Formen von Schwarmfinanzierungen.

¹⁶ Gegebenenfalls erfolgt die Gegenleistung lediglich durch Nennung der Geldgeber.

erwerben dabei keine Anteile am Unternehmen und sind auch nicht als Fremdkapitalgeber aktiv. Vielmehr erfolgt typischerweise ein Kaufvertrag, bei dem die Käufer als Geldgeber die Zahlung im Voraus vornehmen und die Verkäufer als Geldnehmer verpflichtet sind, die Sachwerte oder Dienstleistungen wie vereinbart zu liefern beziehungsweise zu erbringen. Mitwirkungs- und Kontrollrechte liegen nicht notwendigerweise vor, wenngleich bei Nutzung dieser Form des Crowdfunding den Geldgebern Mitwirkungsmöglichkeiten eingeräumt werden können.¹⁷ Im Falle einer Insolvenz besteht das Risiko, dass die Gegenleistung nicht wie vereinbart erbracht wird.

Bei spendenbasiertem Crowdfunding (Donation-based Crowdfunding) werden die finanziellen Mittel als Spende ohne Anspruch auf Gegenleistung zur Verfügung gestellt.¹⁸

Bei den folgenden Ausführungen stehen Schwarmfinanzierungen als Geldanlage in eigen- und fremdkapitalorientierten Formen beziehungsweise den entsprechenden Mischformen hieraus im Vordergrund. Grundlegende Überlegungen lassen sich jedoch insbesondere auch auf Reward-based Crowdfunding übertragen.

Mit Fokus auf eigenkapitalorientierte Schwarmfinanzierungen beschreiben Hagedorn und Pinkwart (2016) einen siebenstufigen Prozess von der Anbahnung bis zum Abschluss der Finanzierung. Ausgehend von einer Antragsphase, in der potenzielle Kapitalnehmer einen Businessplan und weitere Informationen an die Plattform übermitteln, erfolgt zunächst eine Screening- und Auswahlphase, in der die Plattform eine Einschätzung des Projekts vornimmt, zum Teil inklusive einer Ermittlung des Werts des Projekts, und mögliche Finanzierungsbedingungen ermittelt; in diese Phase fließen zum Teil auch Einschätzungen durch die sogenannte Crowd, das heißt (auf der Plattform registrierte) potenzielle Kapitalgeber ein. Bei positiver Einschätzung folgt eine Phase, in der der potenzielle Kapitalnehmer einem Vertrag mit der Plattform zustimmt (Contracting Phase). Es schließt sich eine Roadshow-Phase an, in der das Projekt über die Plattform, auch unter Nutzung sozialer Netzwerke, bekanntgemacht wird und der Start der Subscription Period festgelegt wird. In der darauf folgenden Subscription Period, die von entsprechenden Marketing-Aktivitäten der Plattform begleitet wird, geben potenzielle Kapitalgeber Angebote mit Finanzierungssumme ab. Wird nicht die erforderliche Finanzierungssumme erreicht, wird der Prozess abgebrochen und der potenzielle Kapitalnehmer erhält weder finanzielle Mittel für das Projekt noch erhält die Plattform Gebühren.¹⁹ Bei erfolgreicher Finanzierung folgt die Halteperiode, in der die Kapitalgeber verpflichtet sind, die Anteile nicht weiterzuveräußern. In der anschließenden sogenannten Exit-Phase steht es ihnen frei, ihre Anteile zu verkaufen, zum Teil bestehen auch Möglichkeiten der Rückgabe der Antei-

¹⁷ Vgl. Belleflamme, Lambert und Schwienbacher (2014).

¹⁸ Vgl. Belleflamme, Lambert und Schwienbacher (2014). Es handelt sich aber nicht notwendigerweise um im steuerrechtlichen Sinne abzugsfähige Spenden.

¹⁹ Die beschriebene Situation entspricht dem sogenannten „All-Or-Nothing“-Modell. Beim „Keep-It-All“-Modell hingegen kann der Kapitalnehmer über den erreichten Betrag verfügen, selbst wenn der Zielbetrag nicht erreicht wurde. Vgl. Cumming, Leboeuf und Schwienbacher (2015).

le an den Kapitalnehmer, zudem können sich weitere Finanzierungsrunden anschließen.²⁰

Die grundlegende Vorgehensweise bei Schwarmfinanzierungen mit partiarischen Darlehen oder Nachrangdarlehen ist insbesondere hinsichtlich der ersten Phasen dem beschriebenen Prozess sehr ähnlich. Die Plattformen führen zumeist eigene Kreditwürdigkeitsprüfungen durch. Hierzu nutzen sie Daten Dritter und von den (potenziellen) Kapitalnehmern selbst zur Verfügung gestellte – und von den Plattformen teilweise überprüfte – Informationen. Nutzen Kapitalnehmer die Plattform mehrfach, werden zudem Information aus früheren Finanzierungen herangezogen. Typischerweise wird nur ein kleiner Teil der Kreditanfragen zugelassen.²¹ Hinsichtlich des eigentlichen Darlehens vermitteln die Plattformen zwischen dem Darlehensnehmer und einem Kreditinstitut als Darlehensgeber. Teilforderungen des hieraus entstehenden Rückzahlungsanspruchs werden Anlegern öffentlich angeboten. In Deutschland werden insbesondere zwei Vorgehensweisen angewendet: (1) Das Kreditinstitut verkauft den Rückzahlungsanspruch in Teilforderungen an Anleger durch Forderungskaufverträge; (2) Das Kreditinstitut tritt den Rückzahlungsanspruch vollständig an einen Intermediär ab, der zu 100 Prozent im Eigentum der Plattform steht.²² Die Plattform begibt dann eine verbriefte Forderung an den Darlehensgeber entsprechend dem Wert des Anteils am Darlehen. Die Plattformen fokussieren auf die Vermittlung zwischen Darlehensgebern und -nehmern, stellen den (automatisierten) Auktionsmechanismus zur Verfügung und treten nicht selbst als Darlehensgeber oder -nehmer auf. Die vertraglichen Verpflichtungen zwischen Darlehensgebern und -nehmern bleiben auch bei Ausfall der Plattform bestehen. Darlehensnehmer zahlen an die Plattform eine Vermittlungsprovision (pauschal oder als Anteil der Kreditsumme; zum Teil abhängig von ihrer Bonität), zudem Verwaltungsgebühren und Gebühren bei Zahlungsverzug. Anleger als letztendliche Darlehensgeber müssen gegebenenfalls ebenfalls eine Verwaltungsgebühr an die Plattform zahlen und eine zusätzliche Vergütung für die Nutzung weiterer (automatisierter) Dienstleistungen der Plattform und für den eventuell möglichen Weiterverkauf ihrer Forderungen. Die Plattformen führen zudem die Abwicklung der Tilgungs- und Zinszahlungen durch.²³

Trotz der grundsätzlich für Anleger gegebenen Möglichkeit, die Unternehmensanteile oder Forderungen weiterzuveräußern, besteht zumeist praktisch kein Sekundärmarkt mit ausreichender Liquidität für die von den Anlegern erworbenen Unternehmensanteile beziehungsweise Forderungen.²⁴ Die beschriebene Vermittlung durch die Plattformen beschränkt sich damit praktisch auf den Primärmarkt, wobei als Anleger nicht nur Verbraucherinnen und Verbraucher, sondern auch institutionelle Investoren und nicht-finanzielle Organisationen adressiert werden. Neben Plattformen, die keinen Fokus auf bestimmte Kategorien von zu finanzierenden Projekten aufweisen, gibt es Plattformen mit Schwerpunktsetzung hinsichtlich der Crowdfunding-Form, der geo-

²⁰ Vgl. Hagedorn und Pinkwart (2016).

²¹ Vgl. Kirby und Worner (2014).

²² Vgl. BaFin (2015).

²³ Vgl. Kirby und Worner (2014).

²⁴ Vgl. Kirby und Worner (2014).

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

grafischen Aktivität oder der Branchenausrichtung.²⁵ Einzelne Plattformen vermitteln beispielsweise lediglich Darlehen zur Immobilienfinanzierung, Venture-Finanzierung, Ausbildungsfinanzierung oder Finanzierung von Technologie-Start-ups.²⁶

Schwarmfinanzierungen basieren auf der Idee, dass eine Vielzahl von Verbraucherinnen und Verbrauchern mit jeweils kleinen Anlagebeträgen zur Finanzierung einzelner Projekte beiträgt. Die Umsetzung erfolgt über Internetplattform und unter Einbezug der digitalen Kommunikationsmöglichkeiten in sozialen Netzwerken. Das Spektrum möglicher Anlageformen reicht dabei vom Erwerb von Unternehmensanteilen oder Aktien über Genussrechte, stille Beteiligungen, partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen bis hin zur Vergabe von einfachen Krediten.

Gemeinschaftlicher Börsenhandel

Beim gemeinschaftlichen Börsenhandel handelt es sich grundsätzlich um Anlageentscheidungen am Sekundärmarkt, das heißt Kauf- und Verkaufentscheidungen sowie Entscheidungen, die investierte Position unverändert zu lassen. Die Anlageentscheidungen beziehen sich damit auf bereits emittierte Finanzinstrumente.

Gemeinschaftlicher Börsenhandel wird typischerweise im Kontext von sogenannten Social-Trading-Plattformen betrachtet. Im Wesentlichen kann das Konzept des gemeinschaftlichen Börsenhandels als Delegation des Portfoliomanagements oder von Anlageentscheidungen verstanden werden. Es basiert auf der Idee, dass einzelne Investoren – sogenannte Signalgeber – ihre Investitionsentscheidungen veröffentlichten beziehungsweise zumindest einer bestimmten Gruppe von Anlegern – sogenannten Signalnehmern beziehungsweise Followern – bekannt machen. Letztere erhalten damit die Gelegenheit, diesen Investitionsentscheidungen zu folgen. Daher wird dies als Copytrading bezeichnet.²⁷ Zumeist erfolgt das „Kopieren“ der Investitionsentscheidungen in einem automatisierten Prozess unter Einbezug von Brokern und automatisierter Order-Ausführung.²⁸ Um dem Anlageerfolg von Signalgebern folgen zu können, wird dieser beispielsweise durch handelbare Zertifikate (wikifolio) oder durch Contracts for Difference (ayondo) abgebildet. Wesentlicher Unterschied zur Anlage in Investmentfonds mit aktivem Portfoliomanagement ist, dass der Signalgeber im Vergleich zum Portfoliomanager die Anlagebeträge der ihm folgenden Anleger nicht selbst verwaltet.²⁹

²⁵ Für eine umfangreiche Auflistung vgl. <http://www.crowdfunding.de/plattformen/>; abgerufen am 23.12.2015.

²⁶ Vgl. Kirby und Worner (2014).

²⁷ Zu unterscheiden sind Social-Trading-Plattformen damit von Plattformen, die primär dem Informationsaustausch über Einschätzungen zu Anlagemöglichkeiten dienen, wie zum Beispiel sharewise (www.sharewise.com).

²⁸ Vgl. Döring, Neumann und Paul (2015). Manuelles Replizieren ist bei einzelnen Plattformen jedoch auch möglich.

²⁹ Vgl. Döring, Neumann und Paul (2015).

Die Plattformen sind typischerweise nicht auf Anleger einzelner Länder beschränkt. Zudem besteht keine grundsätzliche Einschränkung auf einzelne oder Gruppen von Finanzinstrumenten. Die Plattformen erlauben neben automatisiertem Copytrading meist auch individuelles Handeln einzelner Finanzinstrumente, stellen Bewertungen zu Signalgebern und zu Anlagemöglichkeiten bereit und bieten Kommunikationsmöglichkeiten zwischen Anlegern. Das Spektrum der Aktivitäten der Plattformen, gegebenenfalls in Zusammenarbeit mit Dritten, umfasst (hier am Beispiel von etoro) Finanzdienstleistungen hinsichtlich der Annahme und Übermittlung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente, deren Ausführung im Namen des Kunden sowie Handeln auf eigene Rechnung. Zudem werden die (Depot-)Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten, die Gewährung von Krediten oder Darlehen an Finanzinstrumenten, Devisenhandelsdienstleistungen und Investment-Recherche und Finanzanalyse angeboten.³⁰ Im Gegenzug erhält die Plattform Gebühren für diese Leistungen und/oder legt (zum Teil Mindest-) Spreads für den Handel fest.

Gemeinschaftlicher Börsenhandel entspricht ökonomisch betrachtet einer Delegation des Portfoliomanagements oder von Anlageentscheidungen an sogenannte Signalgeber. Verbraucherinnen und Verbraucher als sogenannte Signalnehmer erhalten damit die Gelegenheit, den Anlageentscheidungen der Signalgeber (automatisch) zu folgen.

Plattformen für Schwarmfinanzierungen und für gemeinschaftlichen Börsenhandel sind grundsätzlich zu den Finanzintermediären im weiteren Sinne zu zählen.³¹ Sie vermitteln zwischen potenziellen Kapitalgebern als Anleger und potentiellen Kapitalnehmern und unterstützen dabei das Zustandekommen von Vertragsabschlüssen beziehungsweise stellen Informationen zu Anlagemöglichkeiten und -strategien bereit. Sie treten nicht selbst als Vertragsseite des Finanzkontrakts auf, sondern bieten Möglichkeiten zum Informationsaustausch und unterstützende Leistungen im organisatorischen und administrativen Bereich.³² Crowdfunding-Plattformen ermöglichen eine Losgrößentransformation durch das Zusammenführen des Bedarfs nach größeren Finanzierungsbeträgen mit einer größeren Anzahl kleinerer Anlagebeträge. Weitere Transformationsleistungen, d.h. Fristentransformation, Risikotransformation und Informationsbedarfstransformationen, finden in geringerem Umfang oder gar nicht statt.³³ Social-Trading-Plattformen folgen eher der Idee der Informationsbedarfstransformation, da im Sinne des Copytrading für Anleger entsprechende Kenntnis über die Qualität des Signalgebers relevant ist, nicht jedoch über die einzelnen Anlageobjekte beziehungsweise -entscheidungen, denen zumindest in der automatisierten Form ohne weitere Prüfung gefolgt wird.

³⁰ Vgl. <http://www.etoro.com/de/customer-service/regulierung-lizenzen-copy/>, abgerufen am 18.02.2016

³¹ Zur grundlegenden Unterscheidung zwischen Finanzintermediären im engeren und im weiteren Sinne vgl. Bitz (1993); Oehler (2005); Oehler (2006).

³² Je nach Ausgestaltung der Aktivitäten der Plattform treten diese jedoch auch direkt als Vertragspartner auf.

³³ Vgl. Moeninghoff und Wieandt (2013).

Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlicher Börsenhandel scheinen sich zunächst nicht wesentlich von traditionellen Anlageformen zu unterscheiden. Bei näherer Betrachtung wird jedoch offensichtlich, dass wesentliche Unterschiede in Bezug auf die Umsetzung im digitalen Kontext bestehen. So lassen sich Informationen zwischen potenziellen und tatsächlichen Anlegern, zwischen Kapitalnehmern und Kapitalgebern und zwischen den Plattformen und Kapitalgebern/-nehmern in kürzerer Zeit und größerer Menge austauschen und Entscheidungen schneller umsetzen. Eine größere Gruppe potenzieller Kapitalgeber kann praktisch ohne geografische Beschränkung adressiert werden und Informationen zu potenziellen Projekten oder Signalgebern stehen grundsätzlich weltweit zur Verfügung. Hieraus folgen potenziell geringere Transaktionskosten. Auch hinsichtlich der Transformationsleistungen wird deutlich, dass zwar keine vollständige Disintermediation erfolgt, dass jedoch aufgrund der Beschränkungen auf wenige beziehungsweise einzelne Intermediationsleistungen Kapitalgeber und Kapitalnehmer unmittelbarer in Beziehung zu einander stehen, was von diesen ein größeres Involvement erfordert.³⁴

Unterschiede im Vergleich zu traditionellen Formen und Prozessen der Geldanlage ergeben sich insbesondere aus der Umsetzung von Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel im digitalen Kontext. Das betrifft die schnelleren und umfassenderen Möglichkeiten zum Informationsaustausch sowie das geringere Ausmaß an Intermediationsleistungen. Von Verbraucherinnen und Verbrauchern erfordert dies eine stärkere Einbindung in den Informations- und Entscheidungsprozess.

2.2 Marktentwicklung

Marktentwicklung Schwarmfinanzierungen

Informationen zum mit Schwarmfinanzierungen erbrachten Finanzierungsvolumen in Deutschland sowie zur Entwicklung im Zeitablauf variieren zum Teil erheblich. Bemängelt wird insbesondere eine Intransparenz hinsichtlich der Daten zu fremdkapitalorientierten Formen des Crowdfunding.³⁵ Zu berücksichtigen ist zudem, dass Anleger weder auf die Vermittlung über in Deutschland ansässige Plattformen noch auf die Finanzierung von Projekten in Deutschland eingeschränkt sind. Dushnitsky et al. (2016) ermittelten für das Jahr 2014 über alle Crowdfunding-Kategorien insgesamt 539 aktive Crowdfunding-Plattformen in den EU15-Ländern mit einem im Jahr 2014 erbrachten Finanzierungsvolumen von 3,26 Milliarden USD.³⁶

Wardrop et al. (2015) beziffern das Gesamtvolumen von Crowdfunding in Deutschland über alle Kategorien auf insgesamt 140 Millionen Euro im Jahr 2014 nach 65 Millionen Euro im Jahr 2013 und 31 Millionen Euro im Jahr 2012. Für den Zeitraum

³⁴ Vgl. grundlegend Oehler und Reisch (2008).

³⁵ Vgl. FÜR-GRÜNDER.DE (2015).

³⁶ Vgl. Dushnitsky et al. (2016). Für einen Überblick über internationale und deutsche Crowdfunding-Plattformen vgl. <http://www.crowdfunding.de/plattformen/> (abgerufen am 06.03.2016).

2013 bis 2014 identifizieren Crowdsurfer/EY (2015) für Deutschland insgesamt 65 Crowdfunding-Plattformen, davon 22 eigenkapitalorientierte Crowdfunding-Plattformen, 13 fremdkapitalorientierte Crowdfunding-Plattformen, 20 Reward-based Crowdfunding-Plattformen und 9 spendenbasierte Crowdfunding-Plattformen. Dabei³⁷ werden für das Jahr 2013 insgesamt 1.573 Projekte berichtet, bei denen die Finanzierung erfolgreich war, mit einem Gesamtfinanzierungsvolumen von 16,6 Millionen Euro und einem durchschnittlichen Finanzierungsvolumen von 11.000 Euro pro Projekt. Für das Jahr 2014 werden 2.388 Projekte mit einem Volumen von 36,6 Millionen Euro und einem durchschnittlichen Finanzierungsvolumen von 15.000 Euro berichtet. Die Anzahl erfolgreich über deutsche Plattformen finanzierter Projekte in anderen EU-Ländern lag 2014 bei 185 (2013: 109) mit einem Finanzierungsvolumen von etwa 560.000 Euro (2013: 326.000 Euro). Die Anzahl erfolgreich über deutsche Plattformen finanzierter Projekte außerhalb der EU lag 2014 bei 744 (2013: 431) mit einem Finanzierungsvolumen von etwa 2,1 Millionen Euro (2013: 1,1 Millionen Euro).³⁸

Für eigenkapitalorientiertes Crowdfunding ermitteln Wardrop et al. (2015) für Deutschland im Jahr 2014 ein Marktvolumen von 29,8 Millionen Euro, nach 17,3 Millionen Euro im Jahr 2013 und 4,6 Millionen Euro im Jahr 2012.³⁹ Dabei wird in einer anderen Untersuchung ein leichter Rückgang im Jahresverlauf 2014 dargestellt, der zu erwartenden Auswirkungen des Kleinanlegerschutzgesetzes zugeschrieben wird.⁴⁰ Der größte Marktanteil entfällt mit 41,9% auf die Plattform seedmatch, gefolgt von companisto mit 38,0%. Bei der Finanzierung von Start-ups wird für seedmatch sogar ein Marktanteil von knapp 60% berichtet, für companisto ein Anteil von 25%.⁴¹ Zudem gibt es eine größere Anzahl Plattformen mit kleinerem Gesamtwert der Projekte und zum Teil Beschränkung der Aktivitäten auf einzelne Kategorien von Projekten.⁴²

Für fremdkapitalorientiertes Crowdfunding für unternehmerische Zwecke (P2P Business Lending) beziffern Wardrop et al. (2015) das Volumen auf 6,1 Millionen Euro im Jahr 2014, nachdem diese Form in den Jahren 2013 und 2012 vom Volumen her praktisch noch nicht existent war. Die Differenz von 80 Millionen Euro zum vom German Crowdfunding Network berichteten Volumen des Crowdlending von 86 Millionen Euro im Jahr 2014 ist auf Darlehen an Verbraucher (P2P Consumer Lending) zurückzuführen. Den bei weitem größten Marktanteil unter den Plattformen für Crowdlending hat dabei auxmoney mit 76,0%.⁴³

³⁷ Die Daten zur Anzahl der Projekte und zum Finanzierungsvolumen basieren auf Informationen zu 22 Plattformen, davon 7 Crowdinvesting-, 3 Crowdlending-, 9 Reward-based- und 3 spendenbasierte Plattformen; vgl. Crowdsurfer/EY (2015).

³⁸ Vgl. Crowdsurfer/EY (2015). Eine Plattform wird unter „Other“ eingestuft.

³⁹ Der entsprechende Wert für Donation-based Crowdfunding beläuft sich auf 5,8 Millionen Euro (2013: 5,3 Millionen Euro; 2012: 2,6 Millionen Euro), für Reward-based Crowdfunding auf 16,8 Millionen Euro (2013: 5,7 Millionen Euro; 2012: 3,9 Millionen Euro). Vgl. Wardrop et al. (2015).

⁴⁰ Vgl. FÜR-GRÜNDER.DE (2015).

⁴¹ Vgl. <http://www.germancrowdfunding.net/daten/>, abgerufen am 08.02.2016.

⁴² Vgl. FÜR-GRÜNDER.DE (2015).

⁴³ Vgl. <http://www.germancrowdfunding.net/daten/>, abgerufen am 08.02.2016.

Im Vergleich mit dem Nettogeldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland von 3,6 Billionen Euro in der Mitte des Jahres 2015⁴⁴ erscheint das Volumen von Schwarmfinanzierungen als Geldanlage momentan noch sehr gering im Vergleich zu traditionelleren Formen der Geldanlage.⁴⁵ Die durchschnittlichen Wachstumsraten der vergangenen Jahre deuten zwar auf ein deutliches Wachstum hin, jedoch bleibt selbst bei Unterstellung eines anhaltenden Wachstumstrends die Bedeutung insgesamt klein. Kirby und Worner (2014) gehen in ihrer länderübergreifenden Studie mit Stand September 2013 davon aus, dass die durch Crowdlending erreichten Finanzierungsvolumina insgesamt im Vergleich zu durch Kreditinstitute zur Verfügung gestellten Krediten etwa 0,01% ausmacht.

Blohm et al. (2015) schätzen auf Grundlage von Expertenbefragungen ein jährliches Wachstum des Crowdfunding-Markts von 30% und für Deutschland damit ein Wachstum auf 359 Millionen Euro im Jahr 2020. Der wirtschaftliche Erfolg der Crowdfunding-Plattformen selbst bleibt abzuwarten. Eine Vielzahl von Plattformen existiert mittlerweile nicht mehr oder ist inaktiv.⁴⁶ Andererseits werden neue Plattformen etabliert und es kommt zu Übernahmen zwischen Plattformen.⁴⁷

Marktentwicklung gemeinschaftlicher Börsenhandel

Mittlerweile bietet eine Vielzahl von Plattformen gemeinschaftlichen Börsenhandel an. Hierzu zählen beispielsweise etoro, ayondo, wikifolio und zulutrade.⁴⁸ Eine geografische Beschränkung der Aktivitäten auf Deutschland gibt es nicht, was die Ermittlung des Marktvolumens des gemeinschaftlichen Börsenhandels erschwert. Eine systematische Erhebung zum Marktvolumen ist bislang nicht verfügbar. Wie bei Crowdfunding-Plattformen gibt es auch beim gemeinschaftlichen Börsenhandel neu hinzukommende Plattformen und Plattformen, die ihre Aktivitäten einstellen.⁴⁹

Das Volumen von Schwarmfinanzierungen erscheint angesichts des Gesamtvermögens privater Haushalte in Deutschland bislang sehr gering. Die Wachstumsraten deuten jedoch eine zunehmende Bedeutung in den kommenden

⁴⁴ Vgl. https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2015/2015_10_16_geldvermoegensbildung.html, abgerufen am 16.02.2016.

⁴⁵ Auch das Volumen des Reward-based Crowdfunding (2014: 16,8 Millionen Euro; 2013: 5,7 Millionen Euro; 2012: 3,9 Millionen Euro) und des spendenbasierten Crowdfunding (2014: 5,8 Millionen Euro; 2013: 5,3 Millionen Euro; 2012: 2,6 Millionen Euro) ändert an dieser Einschätzung nichts.

⁴⁶ Für eine Übersicht inaktiver Plattformen vgl. <http://www.crowdfunding.de/plattformen/> (abgerufen am 06.03.2016). Aktuelles Beispiel ist die Einstellung der Aktivitäten der Plattform finmar Ende 2015; vgl. <http://www.hamburg-startups.net/finmar-gibt-aus-bekannt/>, abgerufen am 05.02.2016.

⁴⁷ Aktuelles Beispiel ist die Übernahme der Plattform Zencap durch die Plattform Funding Circle im Oktober 2015; vgl. <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/fintech-fusion-funding-circle-uebernimmt-konkurrenten-zencap-a-1058522.html>, abgerufen am 05.02.2016.

⁴⁸ Für eine Übersicht über Social-Trading-Plattformen vgl. zum Beispiel <http://socialtradingguru.com/networks/social-trading-networks>, abgerufen am 04.02.2016.

⁴⁹ Vgl. zum Beispiel <http://socialtradingguru.com/networks/social-trading-networks>, abgerufen am 04.02.2016.

Jahren an. Zum gemeinschaftlichen Börsenhandel fehlen bislang systematische empirische Erhebungen.

2.3 Rechtliche Rahmenbedingungen

Schwarmfinanzierungen

Für Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger ist hinsichtlich der Qualität der Plattformen und für die Einschätzung und den Vergleich von Anlagealternativen insbesondere von Bedeutung, inwieweit die Plattformen einer Erlaubnispflicht und damit einer entsprechenden Aufsicht unterliegen und welche Informationen ihnen durch die Kapitalnehmer und/oder die Plattformen für ihre Entscheidung zur Verfügung gestellt werden müssen. Hinsichtlich der Geeignetheit der Anlageformen im Kontext des bestehenden finanziellen Portfolios ist auch zu berücksichtigen, welche Informationen über die Verbraucherinnen und Verbraucher selbst eingeholt werden müssen. Zudem ist bedeutsam, welche rechtlichen Vorgaben für die an die Verbraucherinnen und Verbraucher gerichtete Werbung gelten.

Plattformen, die fremd- oder eigenkapitalorientierte Anlagemöglichkeiten im Rahmen von Schwarmfinanzierungen anbieten, bedürfen gegebenenfalls einer Erlaubnis nach §34c oder §34f der Gewerbeordnung. Darüber hinaus können je nach konkreter vertraglicher Ausgestaltung bankaufsichtsrechtliche Erlaubnispflichten für die Betreiber und Nutzer der Plattformen bestehen, und zwar mit Bezug auf das Gesetz über das Kreditwesen (KWG), das Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) und das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).⁵⁰ Unterliegt eine Plattform nicht der bankaufsichtsrechtlichen Erlaubnispflicht, erfolgt keine Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Bei Vorliegen bankaufsichtsrechtlicher Erlaubnispflichten hat die BaFin Möglichkeiten zu Auskunftersuchen, Prüfungen, Durchsuchungen sowie, gegebenenfalls die Geschäfte einzustellen und abzuwickeln.⁵¹

So regelt beispielsweise §32 Abs. 1 S. 1 KWG: „Wer im Inland gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen will, bedarf der schriftlichen Erlaubnis der Aufsichtsbehörde; [...]“ Für Plattformen, die Unternehmensbeteiligungen vermitteln, können bankaufsichtsrechtliche Erlaubnispflichten bestehen, wenn die Beteiligungen als Finanzinstrumente einzustufen sind. Die erlaubnispflichtigen Finanzdienstleistungen betreffen dann vor allem die Anlagevermittlung, die Abschlussvermittlung, das Platzierungsgeschäft, das Emissionsgeschäft und den Betrieb eines multilateralen Handelssystems.⁵²

⁵⁰ Erlaubnispflichten für Nutzer als Anleger bestehen beispielsweise, wenn sie gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, über die Plattform Gelddarlehen gewähren (Kreditgeschäft) oder auf Grundlage eines Rahmenvertrags Kreditforderungen ankaufen (Factoring); vgl. Müller-Schmale (2014); BaFin (2015). In dieser Studie wird davon ausgegangen, dass Verbraucher als Nutzer keiner Erlaubnis bedürfen.

⁵¹ Vgl. Müller-Schmale (2014).

⁵² Vgl. Müller-Schmale und Rübenach (2015).

Zur Reduktion der Möglichkeit der Vermeidung der Erlaubnispflicht wurde mit dem Kleinanlegerschutzgesetz der Begriff der Finanzinstrumente durch die Aufnahme von partiarischen Darlehen, Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln“ in den Katalog der Vermögensanlagen laut Vermögensanlagen-gesetz (VermAnlG, §1 Abs. 2) erweitert.⁵³ Eine Erlaubnispflicht besteht jedoch auch in diesen Fällen nicht, wenn der Plattformbetreiber ausschließlich die Anlage- oder Abschlussvermittlung erbringt und sich hinsichtlich der Gelder damit kein Eigentum beziehungsweise keinen Besitz an diesen verschafft. Eine Erlaubnispflicht besteht auch dann nicht, wenn der Plattformbetreiber das Platzierungsgeschäft ausschließlich für Anbieter oder Emittenten erbringt.⁵⁴

Eine Prospektspflicht besteht nach Wertpapierprospektgesetz (WpPG) oder nach Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) für öffentliche Angebote ab 100.000 Euro.⁵⁵ Ausnahmen von der Prospektspflicht bestehen nach §§ 2 ff. VermAnlG wenn „bei dem Angebot von derselben Vermögensanlage nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden oder der Verkaufspreis der im Zeitraum von zwölf Monaten angebotenen Anteile einer Vermögensanlage insgesamt 100.000 Euro nicht übersteigt oder der Preis jedes angebotenen Anteils einer Vermögensanlage mindestens 200.000 Euro je Anleger beträgt.“⁵⁶ Befreiungen bestehen nach § 2a VermAnlG zudem für „Vermögensanlagen [...], die ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden, die durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet ist, zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Vermögensanlagen desselben Emittenten, die von einem Anleger erworben werden können, der keine Kapitalgesellschaft ist, folgende Beträge nicht übersteigt: (1) 1.000 Euro, (2) 10.000 Euro, sofern der jeweilige Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100.000 Euro verfügt, oder (3) den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10.000 Euro.“ Auch bei einer Befreiung von der Prospektspflicht ist jedoch ein Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) nach §13 VermAnlG zu erstellen.⁵⁷

§12 des VermAnlG regelt für die Werbung für öffentlich angebotene Vermögensanlagen, dass folgender Warnhinweis aufgenommen werden muss: „Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.“ Bei Angaben zu einer Rendite der

⁵³ Vgl. Müller-Schmale und Rübenach (2015).

⁵⁴ Vgl. Müller-Schmale (2014) und Müller-Schmale und Rübenach (2015), die hinsichtlich der angebotenen Beteiligungen auf dieser Grundlage davon ausgehen, dass zumeist keine Erlaubnispflicht besteht.

⁵⁵ Die Prospektspflicht nach VermAnlG betrifft beispielsweise bei Darlehen jedoch typischerweise nicht die Plattform oder das Kreditinstitut, das das Darlehen im ersten Schritt gewährt hat, sondern den Darlehensnehmer.

⁵⁶ Vgl. BaFin (2015).

⁵⁷ Vgl. Müller-Schmale (2014).

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

Vermögensanlage ist der folgende Hinweis aufzunehmen: „Der in Aussicht gestellte Ertrag ist nicht gewährleistet und kann auch niedriger ausfallen.“

Plattformen für Schwarmfinanzierungen unterliegen nicht notwendigerweise einer bankaufsichtsrechtlichen Erlaubnispflicht und Aufsicht durch die BaFin. Zwar wurde der Katalog der in der Regulierung erfassten Vermögensanlagen um partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige Anlagen erweitert, jedoch bestehen hinsichtlich der Prospektspflicht Ausnahmen in Abhängigkeit von den Anlagebeträgen der Verbraucherinnen und Verbraucher.

Gemeinschaftlicher Börsenhandel

Über die grundsätzlich für Online-Handelsaktivitäten in Wertpapieren bestehenden Regelungen hinaus bestehen keine Regelungen hinsichtlich des gemeinschaftlichen Börsenhandels. Laut der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) fällt die automatische Ausführung von Handelssignalen entsprechend der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) jedoch in die Kategorie des Portfoliomanagements, wodurch sich für die Plattformen zum Beispiel Anforderung hinsichtlich der Einschätzung der Geeignetheit oder auch regelmäßige Berichtspflichten gegenüber Kunden und Regulierungsbehörden ergeben.⁵⁸

Spezifische Regelungen zu gemeinschaftlichem Börsenhandel sind (noch) nicht erkennbar.

3 Veränderte Rolle der Verbraucherinnen und Verbraucher

Eine veränderte Rolle der Verbraucherinnen und Verbraucher im Vergleich zu traditionellen Anlagen lässt sich ausgehend von der zuvor beschriebenen Ausgangssituation in Bezug auf das Spektrum der durch Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichen Börsenhandel zur Verfügung stehenden Anlagemöglichkeiten, die veränderten Prozesse durch die Nutzung von Online-Plattformen, die Anforderungen an die Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger, die sich daraus ergebenden Anforderungen an die Informationen für Verbraucherinnen und Verbraucher und die Motivation der Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger darstellen:

- **Anlagemöglichkeiten:** Durch Schwarmfinanzierungen stehen Anlagemöglichkeiten zur Verfügung, zu denen Verbraucherinnen und Verbraucher zuvor typischerweise keinen oder nur sehr eingeschränkt Zugang hatten, und zwar hinsichtlich der Frühphasenfinanzierung unternehmerischer Aktivitäten und einzelner Projekte zum Beispiel im Zuge der Produktentwicklung und Unternehmensgründung.⁵⁹ Diese auch als Wagnisfinanzierungen zu bezeichnenden Formen

⁵⁸ Vgl. ESMA (2012); vgl. auch Döring et al. (2015).

⁵⁹ Vgl. Müller-Schmale (2014).

wurden bislang typischerweise durch Venture-Capital-Geber, Business Angels und/oder Kreditinstitute zur Verfügung gestellt sowie gegebenenfalls im direkten Familien- und Bekanntenkreis. Beim gemeinschaftlichen Börsenhandel besteht die (neue) Möglichkeit, Anlageentscheidungen anderer nicht-institutioneller Investoren (zum Teil automatisiert) zu folgen.

- *Prozesse*: Einige Plattformen sind erlaubnisfrei, müssen daher nur wenige gesetzliche Vorschriften erfüllen und unterliegen in diesen Fällen auch nicht der Aufsicht durch die BaFin. Auch gibt es keine Einlagensicherung.⁶⁰ Zudem erfolgt die Anlage in Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel typischerweise ohne Beratung und erfordert durch die Beschränkung auf einzelne Intermediationsleistungen, dass Anleger in größerem Ausmaß eigene Informationsrecherche und Bewertungen durchführen.
- *Anforderungen an Verbraucherinnen und Verbraucher* als Anleger: Verbraucherinnen und Verbrauchern als Anleger im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel obliegt stärker als bei anderen Anlagemöglichkeiten die detaillierte Prüfung der Qualität, zum Beispiel hinsichtlich der Bonität der Kapitalnehmer⁶¹ und des zu erwartenden Erfolgs und Risikos des zu finanzierenden Projekts oder in Bezug auf die von den Signalgebern durchgeführten Transaktionen. Aufgrund des in der Regel ohne Beratung ablaufenden Anlageprozesses über die Plattformen müssen die Anleger zudem stärker als bei anderen Anlageprozessen, vor allem bei denen mit Beratung, die Einschätzung der eigenen finanziellen Situation, insbesondere auch in Bezug auf die eigene Risikotragfähigkeit, selbst vornehmen.⁶² Zwar stellt sich eine ähnliche Situation auch bei anderen Anlageprozessen insbesondere über das Internet dar, bei denen keine Beratung erfolgt, beispielsweise bei eigener Verwaltung eines Wertpapierdepots über das Internet, jedoch stehen dort typischerweise für Finanzinstrumente entsprechende Informationen aus Wertpapierprospekten, Jahresabschlüssen oder auch aufgrund vergangener und gegebenenfalls längerfristiger Kursentwicklungen zur Verfügung. Dies ist bei Wagnisfinanzierungen durch Schwarmfinanzierungen in der Regel nicht der Fall, zum einen aufgrund der fehlenden Historie der Projekte und zum anderen insbesondere dann, wenn keine Prospektspflicht besteht. Beim gemeinschaftlichen Börsenhandel liegen zudem nur sehr wenige Informationen über die Signalgeber vor.

⁶⁰ Vgl. Müller-Schmale (2014). Eine Einlagensicherung kann je nach konkreter Ausgestaltung und rechtlichen Rahmenbedingungen jedoch für das Konto bestehen, über welches die Transaktionen abgewickelt werden; vgl. <http://www.ayondo.com/de/cfd-trading/client-money/> (abgerufen am 12.3.2016) auf Grundlage britischer Regulierung. Diese schützt jedoch nicht gegen Verluste aus den eigentlichen Transaktionen.

⁶¹ Dies wird als ein Grund dafür angesehen, dass tendenziell eher erfahrene Investoren als Kapitalgeber tätig werden und/oder dass es sich um institutionelle Investoren handelt.

⁶² Zwar ist zu berücksichtigen, dass auch bei Anlageprozessen, die unter Einbezug von Beratung erfolgen, nicht notwendigerweise eine qualitativ höherwertige Entscheidung erfolgt – vgl. Oehler (2012b) –, jedoch fehlt bei Anlageentscheidungen, die ohne Beratung getroffen werden, bereits die grundlegende Möglichkeit, von einer Beratung zu profitieren.

- *Anforderungen an die Informationen für Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger:* Da die Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger die Einschätzung des Risikos und der zu erwartenden Rendite des Projekts inklusive der Qualität des Geldnehmers sowie der Auswirkung auf die eigene finanzielle Situation selbst vornehmen müssen, sind sie darauf angewiesen, dass ihnen relevante und qualitativ hochwertige Informationen zur Verfügung stehen. Dies bedeutet zum einen, dass sie Zugang zu den Informationen über die Finanzinstrumente, die Geldnehmer oder Signalgeber und die Plattformen haben müssen (Transparenz). Zum anderen muss die Qualität der Informationen dahingehend bestehen, dass Verbraucher in der Lage sind, die Informationen zu verstehen, zwischen ökonomisch verwandten Finanzinstrumenten, Projekten und Plattformen zu vergleichen und damit entsprechend bei der Entscheidung zu nutzen.⁶³
- *Motivation der Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger:* Die Motivation von Anlegern im Zusammenhang mit Schwarmfinanzierungen wird dahingehend beschrieben, dass sie nicht ausschließlich finanziell orientiert seien. Über das Interesse an finanziellem Erfolg hinaus werden sie durch ein Interesse an Innovation, Interaktion mit anderen und einer ausgeprägten Identifikation mit dem zu finanzierenden Unternehmen beziehungsweise Projekt charakterisiert.⁶⁴ Studien zu den Charakteristika der Investoren auf Plattformen für Schwarmfinanzierungen liegen bislang kaum vor.⁶⁵ Eine Studie zu einer Crowdlending-Plattform in Großbritannien ermittelt, dass die Kreditgeber meist langjährige Erfahrungen mit Investitionen in Finanzinstrumente haben, meist zwischen 40 und 60 Jahren alt und weit überwiegend männlich sind; zum Teil haben sie zudem langjährige Arbeitserfahrung in kleinen und mittleren Unternehmen (KMU).⁶⁶ Hinsichtlich der Motivation beim gemeinschaftlichen Börsenhandel ist nicht grundlegend von Abweichungen gegenüber der Rendite-Risiko-Orientierung, die auch bei anderen Möglichkeiten der Investition, wie Investmentfonds oder gehandelte Wertpapiere, anzunehmen ist, auszugehen.

Eine veränderte Rolle der Verbraucherinnen und Verbraucher besteht angesichts der Ausweitung des ihnen zur Verfügung stehenden Anlagespektrums, der veränderten Prozesse im digitalen Kontext, der Anforderungen an die Verbraucherinnen und Verbraucher selbst und an die Informationen für die Verbraucherinnen und Verbraucher sowie der Motivation der Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel.

⁶³ Vgl. Oehler (2012a,b); Oehler (2016).

⁶⁴ Vgl. Moritz und Block (2016).

⁶⁵ Mollick (2014) verweist jedoch darauf, dass sich Anleger auch bei potenziell nicht-monetären Zielen grundsätzlich in einer Investorenrolle befinden mit ähnlichen Anforderungen an die Qualität der Projekte.

⁶⁶ Vgl. Pierrakis and Collins (2013).

4 Analyse der Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

In diesem Abschnitt erfolgt die Analyse der Chancen und Risiken aus Sicht der Verbraucherinnen und Verbraucher bei einer Anlage im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel. Hierbei wird auch diskutiert, inwieweit Möglichkeiten für Verbraucherinnen und Verbraucher bestehen, den Risiken zu begegnen.

Potentielle Chancen für Verbraucherinnen und Verbraucher

Für Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger bieten Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlicher Börsenhandel eine Erweiterung ihres Anlagespektrums durch Zugang zu Anlagemöglichkeiten, zum Beispiel unbesicherte Fremdfinanzierung oder Beteiligungen an Start-ups, die ihnen ansonsten nicht⁶⁷ oder nur mit erheblichem zusätzlichem Informationsaufwand zur Verfügung stünden, und damit vermeintlich zusätzliche Diversifikationsvorteile. Durch die Erweiterung des Anlagespektrums wird zudem bei Schwarmfinanzierungen die Hoffnung geweckt, in junge Unternehmen beziehungsweise neue Konzepte zu investieren, die sich zu außergewöhnlich erfolgreichen Unternehmen entwickeln werden, womit eine besonders hohe Rendite verbunden wäre.⁶⁸ Jedoch fällt es selbst institutionellen Investoren und Venture Capitalists schwer, Start-ups zu identifizieren, die sich später als besonders erfolgreich herausstellen.⁶⁹

Darüber hinaus werden diese Plattformen mit geringeren Transaktionskosten assoziiert als traditionelle Anlageformen, da sie standardisierte Algorithmen nutzen und keiner lokalen Präsenz zum Kundenkontakt bedürfen.⁷⁰ Inwieweit die neuen Anlagemöglichkeiten tatsächlich zur Verbesserung der Rendite-Risiko-Struktur in den Portfolios der Verbraucher beitragen, ist bislang kaum untersucht. Im Vordergrund der Diskussion stehen bislang zumeist einzelne erfolgreiche Projekte.⁷¹

Als vorteilhaft wird häufig zudem die ständige Verfügbarkeit der Plattformen ohne Beschränkung der Geschäftszeiten angeführt. Zudem können einzelne Anleger von den in der Gruppe über die Plattformen beziehungsweise sozialen Netzwerke ausgetauschten Informationen und von der Expertise weiterer Gruppenmitglieder profitieren. Letztendlich wird auch der durch die Plattformen gestiegene Wettbewerb als vorteilhaft für Anleger, im Sinne höherer Renditen, herausgestellt. Trotz einer gewissen Anzahl existierender Plattformen liegt jedoch eine hohe Marktkonzentration bei wenigen Plattformen und damit eher wenig Wettbewerb vor.⁷²

⁶⁷ Vgl. Younkin und Kashkooli (2016).

⁶⁸ Vgl. Fleming und Sorenson (2016).

⁶⁹ Vgl. Agrawal, Catalini und Goldfarb (2016).

⁷⁰ Vgl. Kirby und Worner (2014); zu geringeren Transaktionskosten im digitalen Kontext vgl. auch Oehler und Reisch (2008).

⁷¹ Vgl. Younkin und Kashkooli (2016).

⁷² Vgl. Kirby und Worner (2014).

Chancen zeigen sich dahingehend, dass durch Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichen Börsenhandel zusätzliche Anlagemöglichkeiten bestehen, die auch zu weiteren Diversifikationseffekten im Portfolio führen können, geringere Transaktionskosten als bei traditionellen Formen der Geldanlage erreicht und Informationen zwischen Anlegern einfacher und schneller ausgetauscht werden können sowie mehr Wettbewerb möglich erscheint.

Risiken hinsichtlich der Einschätzung der eigenen finanziellen Situation

Bei Anlagen im Zuge von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel obliegt es Verbraucherinnen und Verbrauchern als Anleger weitgehend selbst, die eigene finanzielle Situation einzuschätzen. Ähnlich zu anderen finanziellen Entscheidungen, die über das Internet und typischerweise ohne Nutzung von Beratungsmöglichkeiten getroffen werden, besteht daher das Risiko der Fehleinschätzung der eigenen finanziellen Situation, insbesondere der Risikotragfähigkeit, und der Auswirkung der Anlage auf das gesamte Anlageportfolio (Portfolioeffekte). Die potenziellen Ursachen hierfür liegen in (1) mangelndem Bewusstsein über das bestehende Portfolio; (2) fehlenden oder qualitativ unzureichenden Informationen über die Geeignetheit der Anlagemöglichkeit für bestimmte Bedarfssituationen; (3) begrenzten Fähigkeiten, auch hinsichtlich der Ermittlung der Portfolio-Effekte; (4) der Fehleinschätzung der eigenen Motivation bei Geldanlagen:

- *Mangelndes Bewusstsein über das bestehende Portfolio:* Da es sich bei Schwarmfinanzierung und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel um Anlagen handelt, bei denen zumeist ein erhebliches Risiko hinsichtlich des Totalausfalls besteht, wäre von den Verbraucherinnen und Verbrauchern zunächst einzuschätzen, ob ihr bestehendes Portfolio eine ausreichende Absicherung grundlegender Risiken sowie darüber hinaus eine ausreichende Absicherung des Einkommenszahlungsstroms auch im Sinne der Vorsorge bietet (vgl. auch den folgenden Punkt zur Geeignetheit). Außerdem wären eventuell bestehende Schulden in die Betrachtung einzubeziehen, da diese getilgt werden sollten, bevor spekulative Anlagen eingegangen werden.⁷³ Es ist jedoch davon auszugehen, dass Verbraucherinnen und Verbraucher nicht ständig über sämtliche bestehenden Finanzkontrakte informiert sind und auch nicht informiert sein können.⁷⁴ Zudem zeigen Forschungsergebnisse, dass Verbraucherinnen und Verbraucher im Sinne eines Mental Accounting gegebenenfalls zwar einzelne Portfoliobestandteile beziehungsweise Gruppen dieser kennen, jedoch eine separate Betrachtung und Einschätzung vornehmen, das heißt eine Gesamtportfoliobetrachtung inklusive Einschätzung der Gesamtrisikoposition unterbleibt.⁷⁵ Ein mangelndes Bewusstsein über die eigene Portfoliozusammensetzung dürfte insbesondere dann vorliegen, wenn Verbraucherinnen und Verbraucher zuvor

⁷³ Vgl. Oehler (2012b).

⁷⁴ Vgl. Oehler und Reisch (2008); Oehler (2012a).

⁷⁵ Zum Mental Accounting vgl. z.B. Thaler (1999).

bei Entscheidungen bezüglich Anlagen und/oder Versicherungen weitgehend Beratern gefolgt sind und sich selbst wenig damit auseinandergesetzt haben.

- *Informationen zur Geeignetheit:* Grundlegend lässt sich die Einschätzung der Geeignetheit von Finanzprodukten für bestimmte Bedarfssituationen anhand der Überlegungen zur Sortierung von Anlagemöglichkeiten und weiteren Finanzprodukten (zum Beispiel Versicherungen) im Rahmen einer Staffelung aus Basis-, Zusatz- und Spekulationsportfolio vornehmen. Die Anlage im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel wäre dabei einem Spekulationsportfolio zuzuordnen, welches Anleger überhaupt erst in Betracht ziehen sollten, wenn Basis- und Zusatzportfolio, das heißt die Absicherung existenzieller Risiken und Liquiditätsreserve sowie die Einkommenssicherung und Vorsorge, entsprechend aufgestellt sind.⁷⁶ Bislang erstrecken sich Informationen zur Geeignetheit eher auf allgemeine Risikohinweise. Jedoch kann der Eindruck entstehen, dass aufgrund der insbesondere bei Schwarmfinanzierungen vorherrschenden Idee der Anlage „kleiner“ Beträge das diesbezügliche Risiko eher gering ist. Eine mögliche Fehleinschätzung der Geeignetheit wird dabei durch drei Aspekte befördert: (1) Die Ausnahmen im VermAnlG für Schwarmfinanzierungen beziehen sich gerade auf kleine Anlagebeträge, wodurch der Eindruck entstehen kann, dass diese weniger riskant seien. (2) Die zuvor genannten Ausnahmen können Anreize für die Plattformen und Kapitalnachfrager bieten, insbesondere auf kleine Einzelanlagebeträge abzustellen, um beispielsweise nicht der Prospektpflicht zu unterliegen. Dies kann insbesondere Verbraucherinnen und Verbraucher mit kleinen Anlagebeträgen beziehungsweise geringem Gesamtvermögen dazu verleiten, in Schwarmfinanzierungen zu investieren, obwohl dies nicht ihrer Risikotragfähigkeit entspricht. (3) Schwarmfinanzierungen werden zum Teil mit einer „Demokratisierung des Finanzmarktes“⁷⁷ assoziiert, was den Eindruck entstehen lassen kann, dass diese Anlage für alle geeignet wäre, wodurch die eigentliche Einschätzung der Geeignetheit in den Hintergrund tritt.
- *Begrenzte Fähigkeiten:*⁷⁸ Bereits aus der Situation heraus, dass Verbraucherinnen und Verbraucher nicht in allen Lebensbereichen Experte sein können (und wollen), wird offensichtlich, dass nicht alle Verbraucherinnen und Verbraucher in der Lage sind, die Qualität der Finanzprodukte und die Portfolioeffekte einzuschätzen, selbst wenn vollständige Transparenz hinsichtlich der Informationen über die Finanzprodukte existierte. In der verhaltenswissenschaftlichen Forschung folgt diese Überlegung aus der begrenzten Rationalität von Menschen mit den daraus folgenden Problemen wie beispielsweise Information und Choice Overload.⁷⁹ Die Konsequenzen dieser nicht zu umgehenden Situation

⁷⁶ Vgl. Oehler (2012b).

⁷⁷ Hüttich (2015). Vgl. auch Beck et al. (2016)

⁷⁸ Zu den zugrunde liegenden Überlegungen zur begrenzten Rationalität (Bounded Rationality) vgl. Simon (1955, 1956, 1957).

⁷⁹ Vgl. Oehler (2013a).

sind bei Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel besonders offensichtlich, da es gerade hier den Verbraucherinnen und Verbrauchern selbst obliegt, die Einschätzung vorzunehmen. Zudem sind bei Schwarmfinanzierungen nicht nur die grundlegenden mit den Anlageformen verbundenen Aspekte einzuschätzen, sondern vielmehr auch die Qualität von Businessplänen (sofern vorhanden), Projektskizzen etc. Maßnahmen zur Steigerung der Fähigkeiten und Kompetenzen im Sinne einer Stärkung von Financial Literacy sind zwar grundsätzlich begrüßenswert, stoßen jedoch schnell an Grenzen, da neben dem Problem der eingeschränkten Rationalität auch zu berücksichtigen ist, dass Verbraucher nicht ständig mit entsprechenden Anlageentscheidungen konfrontiert werden, eventuell erlangte Informationen und Kenntnisse damit nicht regelmäßig genutzt werden und zudem ein ständiges Weiterbilden erforderlich wäre, um die Kenntnisse auf dem neuesten Stand zu halten.⁸⁰

- *Motivation*: Häufig wird der Eindruck vermittelt, es gehe nicht nur um monetäre Anlageziele. Selbst wenn man unterstellt, dass Verbraucherinnen und Verbraucher bei der Anlage (auch) nicht-monetäre Ziele verfolgen, besteht die Gefahr, dass Rendite-Risiko-Aspekte nicht ausreichend berücksichtigt werden. Hierzu kann auch beitragen, dass sowohl Schwarmfinanzierungen als auch gemeinschaftlicher Börsenhandel Gruppeneffekte fokussieren und ein Zugehörigkeitsgefühl vermitteln wollen, beispielsweise im Sinne der oben genannten „Demokratisierung“. Verstärkt wird dies durch die Ausnutzung des noch verhältnismäßig großen Neuigkeitsgrads sozialer Netzwerke. Neben einer potentiellen Fehleinschätzung der finanziellen Situation und Risikotragfähigkeit kann somit auch die mentale Risikotragfähigkeit⁸¹ dahingehend beeinflusst werden, dass Anleger eine größere Bereitschaft aufweisen, (finanzielle) Risiken einzugehen, da ihnen diese durch den Fokus auf nicht-monetäre Ziele als weniger bedeutsam erscheinen.⁸²

Grundsätzliche Risiken bestehen für Verbraucherinnen und Verbraucher hinsichtlich einer Fehleinschätzung der eigenen finanziellen Situation, insbesondere der Risikotragfähigkeit, und der Auswirkung der Anlage im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und gemeinschaftlichem Börsenhandel auf das gesamte Anlageportfolio (Portfolioeffekte). Ursächlich hierfür können mangelndes Bewusstsein über das bestehende Portfolio, fehlende oder qualitativ unzureichende Informationen über die Geeignetheit der Anlagemöglichkeit, begrenzte Fähigkeiten und Fehleinschätzungen der eigenen Motivation sein.

⁸⁰ Vgl. Oehler (2013a).

⁸¹ Zur Unterscheidung zwischen finanzieller und mentaler Risikotragfähigkeit vgl. Oehler und Reisch (2008).

⁸² Eine vergleichbare Problematik besteht bei sozial-ökologischen („nachhaltigen“) Geldanlagen, bei denen häufig unterstellt wird, die Einhaltung sozialer und/oder ökologischer Standards führe zu einer Verschlechterung des Rendite-Risiko-Verhältnisses, obwohl dies sowohl aus theoretischen Überlegungen heraus als auch auf Grundlage empirischer Ergebnisse nicht notwendigerweise der Fall ist. Vgl. Oehler (2013b, 2014).

Spezifische Risiken bei der Anlage in Schwarmfinanzierungen

Eines der zentralen Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger betrifft die Informationen hinsichtlich der Anlageentscheidung. Zu berücksichtigen sind dabei zunächst die Informationsnachteile der Verbraucherinnen und Verbraucher hinsichtlich⁸³

- des *Projekts*, in das investiert wird: Seitens der Plattformen gibt es zumeist nur Anforderungen hinsichtlich weniger, grundlegender Informationen, die von den Kapitalnachfragern zum Projekt zur Verfügung zu stellen sind. Vielmehr wird lediglich dazu angeregt, dass potentielle Kapitalnehmer entsprechend mehr Informationen bereitstellen, um bessere Chancen auf eine erfolgreiche Finanzierung zu haben. Dies erfolgt vor dem Hintergrund, dass unterstellt wird, dass das Zusammenführen der Erfahrungen und Fähigkeiten vieler potenzieller Kapitalgeber und der digitalen Kommunikationsmöglichkeiten beispielsweise in sozialen Netzwerken eine entsprechend realistische Einschätzung der Qualität des Projekts ermöglicht und Projekte mit geringer Qualität nicht die erforderliche Finanzierungssumme erreichen.⁸⁴ Inwieweit es hierbei tatsächlich zu einer „korrekten“ Einschätzung kommt, bleibt – auch mangels systematischer und längerfristiger Untersuchungen – fraglich. Zudem besteht die Idee der Schwarmfinanzierungen darin, dass die Finanzierungsbeträge einzelner Anleger in absoluten Beträgen betrachtet eher klein sind. Für einzelne Anleger erscheint eine weitergehende Informationsrecherche aufgrund der Informationskosten ökonomisch wenig sinnvoll. Damit ist nicht sichergestellt, dass in der Gruppe der Anleger tatsächlich eine ausreichende Informationsgrundlage zusammengetragen wird.⁸⁵
- des *Kapitalnehmers*: Über die mit dem Projekt direkt verbundenen Informationsrisiken hinsichtlich des Kapitalnehmers wie Qualifikation und Fähigkeiten zur Durchführung des Projekts hinaus besteht ein Betrugsrisiko im Sinne der Falschdarstellung der Informationen über das Projekt und den Kapitalnehmer selbst oder grundsätzlich über die beabsichtigte Kapitalverwendung. Aufgrund der Anonymität des Internet ist dabei von einem höheren Betrugsrisiko auszugehen als bei traditionellen Anlageformen.
- der *Plattform*: Potenziellen Anlegern liegen zumeist nur sehr wenige Informationen über die Qualität der Plattform selbst vor. Je nach dem, inwieweit

⁸³ Vgl. Kirby und Worner (2014); Agrawal, Catalini und Goldfarb (2016).

⁸⁴ Wirksam kann dies jedoch nur sein, wenn die Schwarmfinanzierung nach dem sog. „All-Or-Nothing“-Modell erfolgt, da der Kapitalnehmer hierbei nur über den Betrag verfügen kann, wenn die erreichte Gesamtsumme dem Finanzierungsziel entspricht oder dieses übersteigt, und die Kapitalgeber ihr Geld ansonsten zurück erhalten. Beim „Keep-It-All“-Modell hingegen kann der Kapitalnehmer über den mit dem Crowdfunding erreichten Betrag verfügen, selbst wenn der Zielbetrag nicht erreicht wurde; Anleger tragen damit das Risiko, dass das Projekt aufgrund unzureichender finanzieller Mittel weniger erfolgreich ist oder scheitert. Vgl. Cumming, Leboeuf und Schwienbacher (2015). Plattformen in Deutschland nutzen in der Regel das „All-Or-Nothing“-Modell.

⁸⁵ Diese Situation ist damit ähnlich zum von Grossman und Stiglitz (1980) beschriebenen Informationsparadoxon.

Dienstleistungen der Plattformen selbst genutzt werden, kann ein zeitweiser oder vollständiger Ausfall der Plattform, entweder aus ökonomischen oder aus technischen Gründen, bis hin zu einem Totalausfall der Investition führen. So können die von der Plattform angebotenen Dienstleistungen, zum Beispiel die Abwicklung der Zins- und Tilgungszahlungen, nicht mehr erbracht werden. Von Bedeutung ist im Fall des Ausfalls der Plattform auch, inwieweit Informationen über vermittelte Kontrakte und Kontraktparteien weiterhin zur Verfügung stehen. Da die Plattformen zum Teil eine eigene einfache Bonitätseinschätzung über die Kapitalnehmer vornehmen, besteht zudem die Gefahr, dass es zu einer Risikoeinschätzung über die Kapitalnehmer kommt, die nicht dem tatsächlichen Ausfallrisiko entspricht.

Die vorliegenden Informationen sind jenseits der im Rahmen eines eventuellen VIB bereitzustellenden Informationen zumeist nicht standardisiert/reguliert, sodass ein Vergleich zwischen zu finanzierenden Projekten/Kapitalnehmern kaum oder nur mit großem Aufwand möglich ist. Anleger sind aufgrund der Vielzahl an möglichen Anlageobjekten und der Unterschiedlichkeit der Informationen zu einzelnen Anlageobjekten und Kapitalnehmern dabei potenziell den aus der verhaltenswissenschaftlichen Forschung bekannten Phänomenen des Information Overload und Choice Overload ausgesetzt.⁸⁶

Aufgrund der Informationsnachteile der Anleger folgen damit Anreize für die Kapitalnehmer zu opportunistischem Verhalten.⁸⁷ Außerdem bestehen gegebenenfalls konfligierende Anreize innerhalb der Gruppe der Anleger⁸⁸ sowie die Gefahr – insbesondere wenn keine automatisierten Services genutzt werden, sondern die Retail-Investoren manuell einzelne Projekte auswählen –, dass Verbraucherinnen und Verbraucher im Sinne von Crowding-out-Effekten lediglich risikoreichere Investitionen erhalten, da institutionelle Investoren auch aufgrund ihrer besseren Fähigkeiten zur Due Diligence zunächst in die risikoärmeren beziehungsweise qualitativ höherwertigeren Projekte investieren.⁸⁹

Besondere Bedeutung haben die beschriebenen Risiken vor dem Hintergrund, dass das Risiko eines Totalausfalls besteht, insbesondere auch aufgrund der Nachrangigkeit und fehlenden Besicherung der Ansprüche aus den meisten Anlageformen, die bei Schwarmfinanzierungen genutzt werden. Bei eigenkapitalorientierten Schwarmfinanzierungen von Start-ups gehen Schätzungen von einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 50% innerhalb der ersten 5 Jahre aus. Die Ausfallhäufigkeit beim fremdkapitalorientierten Formen scheint zwar deutlich geringer, jedoch liegen auch aufgrund des erst kurzen Zeitraums und des häufig noch nicht erreichten Laufzeitendes der Darlehen nur wenig Daten vor, die aussagekräftige Schlussfolgerungen zuließen. Zudem

⁸⁶ Vgl. Oehler (2011).

⁸⁷ Vgl. Klafft (2009).

⁸⁸ Vgl. Hildebrand, Puri und Rocholl (2014).

⁸⁹ Vgl. Kirby und Worner (2014).

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

fehlen zumeist Daten von Plattformen, die mittlerweile ihren Geschäftsbetrieb eingestellt haben.⁹⁰

Über die Risiken hinsichtlich der eigentlichen Anlage unter Nutzung der Plattformen hinaus bestehen Risiken für Anleger in Bezug auf die grenzübergreifende Durchsetzung der vertraglichen Ansprüche, wenn Plattformen im Ausland genutzt und/oder Projekte im Ausland finanziert werden. Hierbei sowie auch im nationalen Kontext erscheint es für einzelne Verbraucherinnen und Verbraucher aufgrund der zumeist kleinen Anlagebeträge ökonomisch nur bedingt attraktiv, juristische Schritte einzuleiten. Des Weiteren besteht ein (Markt-) Liquiditätsrisiko im Sinne kaum bestehender Handelbarkeit aufgrund eines praktisch gar nicht oder nur kaum existenten Sekundärmarkts.

Spezifisch bei einer Anlage in Schwarmfinanzierungen bestehen für Verbraucherinnen und Verbraucher Informationsrisiken hinsichtlich der zu finanzierenden Projekte, der (potenziellen) Kapitalnehmer und der Internet-Plattformen, Risiken in Bezug auf das Verhalten der Kapitalnehmer während der Projektlaufzeit und potenzielle Interessenkonflikte innerhalb der Gruppe der Anleger. Auch in Bezug auf die rechtliche Durchsetzung und die Handelbarkeit der Anlagen bestehen Risiken bzw. potenzielle Nachteile für Verbraucherinnen und Verbraucher.

Spezifische Risiken bei der Anlage im Rahmen des gemeinschaftlichen Börsenhandels

Beim gemeinschaftlichen Börsenhandel bestehen insbesondere Informationsrisiken hinsichtlich der Qualität der Signalgeber. Zwar wird Social-Trading-Prozessen eine höhere Transparenz als traditionellen Formen des Portfoliomanagements zugesprochen, da einzelne Investitionsentscheidungen der Signalgeber veröffentlicht werden, jedoch bleiben Probleme dahingehend bestehen, dass auch ex-post nicht immer offensichtlich ist, ob der Erfolg der Strategien durch die Fähigkeiten der Signalgeber oder durch Zufall erreicht wird. Zudem lässt sich nicht ableiten, ob aus einer im Nachhinein betrachteten erfolgreichen Strategie ein entsprechender zukünftiger Erfolg ableitbar ist. Die letztendliche Einschätzung der Qualität der Anlageentscheidung obliegt damit wiederum den Verbraucherinnen und Verbrauchern als Anleger. Zudem hängen potenzielle Interessenkonflikte zwischen Signalnehmern und Signalgebern essentiell vom Vergütungsmodell für die Signalgeber ab.⁹¹

Beim gemeinschaftlichen Börsenhandel besteht bei der Nutzung von Zertifikaten zudem ein Emittentenrisiko im Sinne des Risikos des Ausfalls des Emittenten der Zertifikate. Auch können Risiken hinsichtlich der Rechtsdurchsetzung im internationalen Kontext bestehen.

⁹⁰ Vgl. Kirby und Worner (2014).

⁹¹ Vgl. Döring, Neumann und Paul (2015).

Der gemeinschaftliche Börsenhandel birgt für Verbraucherinnen und Verbraucher insbesondere Risiken hinsichtlich der Auswahl geeigneter Signalgeber und der laufenden Einschätzung der Qualität ihrer Entscheidungen. Aufgrund der unterschiedlichen Ansätze zur Umsetzung des gemeinschaftlichen Börsenhandels können zudem weitere Risiken wie Emittentenrisiken oder rechtliche Risiken bedeutsam werden.

Hinsichtlich der Nutzung der Online-Plattformen und, damit meist verbunden, der sozialen Netzwerke ist auch vor dem Hintergrund unterschiedlicher Zugangskanäle, zum Beispiel unter Nutzung mobiler Endgeräte wie Smartphones oder Tablet-PCs, sowohl bei Schwarmfinanzierungen als auch beim gemeinschaftlichen Börsenhandel für Verbraucherinnen und Verbraucher zumeist nicht ersichtlich, inwieweit ausreichende Maßnahmen bezüglich der Datensicherheit ergriffen wurden oder welche Maßnahmen die Verbraucherinnen und Verbraucher ergreifen müssen, zum Beispiel zur Abwehr von Cyber-Angriffen.⁹²

Gesamtbetrachtung der Chancen und Risiken

In der Gesamtbetrachtung der Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher bei der Anlage im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel zeigt sich, dass mit der Erweiterung des Anlagespektrums Chancen auf zusätzliche Diversifikation im Anlageportfolio bestehen. Die Möglichkeit der Nutzung dieser Chancen wird jedoch dadurch konterkariert, dass für Verbraucherinnen und Verbraucher Risiken hinsichtlich der Einschätzung der Qualität der Anlagealternativen und deren Geeignetheit im Portfoliokontext sowie des diesbezüglichen Vergleichs zwischen den Alternativen bestehen. Dies betrifft bei Schwarmfinanzierungen sowohl die Einschätzung der zu finanzierenden Projekte als auch der entsprechenden Kapitalnehmer, also derjenigen, die diese Projekte durchführen. Beim gemeinschaftlichen Börsenhandel bestehen ähnlich gelagerte Risiken hinsichtlich der Einschätzung der Signalgeber und deren Anlagestrategien sowie der Finanzinstrumente, die zur Umsetzung des (automatischen) Folgens der Entscheidungen der Signalgeber genutzt werden.

Den Chancen, die sich aus der Nutzung der Internetplattformen ergeben, also vornehmlich mögliche geringere Transaktionskosten und einfacherer und schnellerer Informationsaustausch insbesondere zwischen den Anlegern, stehen Risiken hinsichtlich der Einschätzung der Qualität der Internetplattformen selbst gegenüber sowie Datensicherheitsrisiken im digitalen Kontext. Zudem bestehen bei der Nutzung der Plattformen potenzielle Risiken dahingehend, dass die Entscheidungen typischerweise ohne Anlageberatung erfolgen. Zusätzlich zu den oben genannten Risiken bezüglich der Qualitätseinschätzung betrifft dies auch die Einschätzung der eigenen finanziellen Situation und Risikotragfähigkeit.

⁹² Zu Sicherheit und Datenschutz bei Finanzdienstleistungen im digitalen Kontext vgl. Oehler (2016).

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

Hinsichtlich potenzieller Chancen, die sich aus dem Wettbewerb sowohl gegenüber traditionellen Anlageformen als auch zwischen verschiedenen Internetplattformen ergeben, sind neben den dargelegten Problemen hinsichtlich der Verständlichkeit und Vergleichbarkeit der verfügbaren Informationen rechtliche Risiken zu berücksichtigen, insbesondere im internationalen Zusammenhang, wenn beispielsweise Plattformen außerhalb Deutschlands genutzt werden beziehungsweise in Projekte investiert wird, die nicht in Deutschland angesiedelt sind.

Zu schlussfolgern ist insgesamt, dass die Chancen einer Geldanlage bei Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel für Verbraucherinnen und Verbraucher momentan aufgrund der erheblichen Risiken ökonomisch kaum oder gar nicht sinnvoll nutzbar sind.

5 Handlungsempfehlungen und Regulierungsbedarf

Ausgehend vom momentan noch geringen Volumen, das auf Anlagen im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel im Vergleich zum Gesamtvermögen der privaten Haushalte in Deutschland entfällt, erscheint die Bedeutung dieser Anlagemöglichkeiten auf den ersten Blick und auf aggregierter Basis sehr gering. Wird die Betrachtung jedoch um die Berücksichtigung einzelner Verbraucherinnen und Verbraucher oder Gruppen dieser erweitert und werden außerdem die erwarteten zunehmenden Anlagevolumina in diesen Anlageformen berücksichtigt, erscheint sinnvoll, die aus Verbrauchersicht bestehenden Risiken frühzeitig aufzugreifen und entsprechende regulatorische Maßnahmen zu ergreifen.

Da die Einschätzung der eigenen finanziellen Situation, inklusive der Risikotragfähigkeit, sowie der Qualität dieser Anlageformen und der Auswirkungen auf das Gesamtportfolio den Verbraucherinnen und Verbrauchern selbst obliegt, sind zunächst Anforderungen an die bereitzustellenden Informationen zu thematisieren. Ausgehend von einer grundlegend erforderlichen vollständigen Transparenz über die Projekte, in die investiert wird, das heißt hier die durch Schwarmfinanzierungen zu finanzierenden Projekte sowie die Anlagestrategien der Signalgeber beim gemeinschaftlichen Börsenhandel, die Kapitalnehmer und die Plattformen ist die Qualität der Informationen zu thematisieren, um die Einschätzung der zu erwartenden Rendite und der Risiken sowie der Geeignetheit im Portfoliokontext zu erleichtern. Dies betrifft die Relevanz und Verständlichkeit der Informationen und deren Vergleichbarkeit über verschiedene Anlageformen und Plattformen hinweg.⁹³ Zudem wäre ein expliziter Hinweis dahingehend erforderlich, dass eine Anlage im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel nicht geeignet ist für Verbraucherinnen und Verbraucher, die über unzureichende Liquiditätsreserven und keine ausreichenden Absicherungen essentieller finanzieller Risiken sowie unzureichende Vorsorge verfügen.

⁹³ Vgl. Oehler (2012a).

Zu unterstützen sind die Anforderungen hinsichtlich der zur Verfügung stehenden Informationen durch eine Vereinheitlichung der Regulierung in Bezug auf:

- *Anlageformen*: Die erfolgte Änderung des VermAnlG durch das Kleinanlegerschutzgesetz mit der Hinzunahme von partiarischen Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstigen Anlagen erscheint dabei als Schritt in die richtige Richtung. Eine Vergleichbarkeit mit weiteren Finanzprodukten ist damit unter anderem aufgrund der unterschiedlichen Regulierung weiterer grundsätzlich vergleichbarer Anlageformen bezüglich zum Beispiel Produktinformationsblättern (PIB), Vermögensanlagen-Informationenblättern (VIB) und wesentlichen Anlegerinformationen (WAI beziehungsweise KIID/KID) jedoch auch weiterhin nur bedingt gegeben. Unterschiede hinsichtlich der Anlageformen selbst, die sich daraus ergeben, dass die Anlage über das Internet oder auf traditionellem Wege erfolgt, erscheinen ebenfalls nicht förderlich im Sinne der Vergleichbarkeit.⁹⁴
- *Plattformen*: Damit für Verbraucherinnen und Verbraucher keine Unsicherheit dahingehend besteht, ob einzelne Plattformen der Aufsicht durch die BaFin unterliegen, ist für sämtliche Plattformen, die in Bezug auf Schwarmfinanzierungen beziehungsweise gemeinschaftlichen Börsenhandel aktiv sind, eine Erlaubnispflicht und entsprechende Aufsicht durch die BaFin anzustreben.
- *Unterschiedliche Anlagebeträge*: Ausnahmen für vermeintlich kleine Anlagebeträge und Projekte erscheinen aus Verbrauchersicht nicht zielführend, da hierdurch potentiell der Eindruck entsteht, dass die entsprechende Anlage weniger riskant wäre und daher weniger Anforderungen zu erfüllen hat. Durch eine einheitliche Regulierung ließe sich zudem die Gefahr reduzieren, dass Plattformen und/oder potentielle Kapitalnehmer insbesondere bei riskanteren Projekten auf die Nutzung der Ausnahmen abzielen.

Eine Vereinheitlichung der Regulierung kann zudem zu einer Stärkung des Wettbewerbs führen, da für alle Anbieter die gleichen Anforderungen gelten, wodurch wiederum Verbraucherinnen und Verbraucher als Anleger profitieren können.

Zwar erscheint das Gesamtvolumen, das auf Anlagen im Rahmen von Schwarmfinanzierungen und beim gemeinschaftlichen Börsenhandel entfällt, sehr gering, jedoch ist es sinnvoll, frühzeitig die aus Verbrauchersicht bestehenden Risiken aufzugreifen und entsprechende regulatorische Maßnahmen zu ergreifen. Hierzu zählen insbesondere Anforderungen an die Qualität der Informationen zu den Anlageformen, den Kapitalnehmern beziehungsweise Signalgebern und den Plattformen. Die Qualität bezieht sich insbesondere auf die Verständlichkeit und die Vergleichbarkeit der Informationen und auf Aussagen zur Geeignetheit der Anlageform. Zudem sollte die Regulierung zu verschiedenen Anlageformen weiter vereinheitlicht werden; ebenso sollten Plattformen

⁹⁴ Vgl. auch Oehler (2012a). Dies schließt jedoch nicht aus, dass spezifische Regelungen getroffen werden, die explizit Risiken adressieren, die sich aus dem spezifischen Zugangskanal zu den Plattformen ergeben, wie beispielsweise IT-Sicherheitsrisiken.

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

aufsichtsrechtlich gleich behandelt werden und eine Angleichung der Regulierung über verschiedene Anlagebeträge hinweg erfolgen.

Literaturverzeichnis

Agrawal, A., Catalini, C. und Goldfarb, A. (2016), Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? in: California Management Review 58(2), S. 111-124.

BaFin (2015), Auslegungsschreiben zum Crowdlending, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_151009_crowdlending.html, abgerufen am 17.02.2016.

Beck et al. (2016), Introduction, in: Brüntje, D. und Gajda, O. (Hrsg.), Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice, Springer, S. 1-4.

Belleflamme, P., Lambert, T. und Schwienbacher, A. (2014), Crowdfunding: Tapping the right crowd, in: Journal of Business Venturing 29(5), S. 585-609.

Bitkom (2015), Positionspapier zum Status Quo der FinTechs in Deutschland, <https://www.bitkom.org/Publikationen/2015/Positionspapiere/Positionspapier-zum-Status-Quo-der-FinTechs-in-Deutschland/20151123-Bitkom-Positionspapier-Status-Quo-FinTechs-in-Deutschland.pdf>; abgerufen am 23.12.2015.

Bitz, M. (1988). Asymmetrien von Information, Einfluß und Betroffenheit als Determinanten des Finanzmanagements. Diskussionsbeitrag Nr. 136, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften der FernUniversität Hagen, Hagen.

Bitz, M. (1993), Finanzdienstleistungen, Oldenbourg.

Blohm, I., Sieber, E., Haas, P., Schulz, M., Leimeister, J. M., Wenzlaff, K. und Gebert, M. (2015), Delphi-Studie Crowdfunding 2020 – Komplement oder Substitut für die Finanzindustrie?, Universität St. Gallen.

Crowdsurfer/EY (2015), Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, Studie für die Europäische Kommission.

Cumming, D.J., Leboeuf, G. und Schwienbacher, A. (2015), Crowdfunding Models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing, Working Paper, York University und Université de Lille.

Döring, P., Neumann, S. und Paul, S. (2015), A Primer on Social Trading Networks – Institutional Aspects and Empirical Evidence, Working Paper, Universität Bochum.

Drukarczyk, J. (2003), Finanzierung. Lucius & Lucius, Stuttgart, 9. Aufl.

Dushnitsky, G., Guerini, M., Piva, E. und Rossi-Lamastra, C. (2016), Crowdfunding in Europe: Determinants of Platform Creation across Countries, in: California Management Review 58(2), S. 44-71.

ESMA (2012), MiFID Questions and Answers – Investor Protection & Intermediaries, ESMA/2012/382.

Fleming, L. und Sorenson, O. (2016), Financing by and for the Masses: An Introduction to the Special Issue on Crowdfunding, in: California Management Review 58(2), S. 5-19.

FÜR-GRÜNDER.DE (2015), Crowdfinanzierung in Deutschland, Ausgabe 1/2015.

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

Grossman, S.J. und Stiglitz, J.E. (1980), On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: American Economic Review 70, S. 393-408.

Hagedorn, A. und Pinkwart, A. (2016), The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding: An Empirical Analysis, in: Brüntje, D. und Gajda, O. (Hrsg.), Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice, Springer, S. 71-85.

Hildebrand, T., Puri, M. und Rocholl, J. (2014), Adverse Incentives in Crowdfunding, Working Paper, ESMT.

Hüttich, T. (2015), Crowdfinance – Digitalisierung und Demokratisierung des Finanzmarktes, Investitionsbank Berlin, http://www.ibb.de/portaldata/1/resources/content/download/ibb_service/publikationen/Crowdfinance_Digitalisierung_und_Demokratisierung_des_Finanzmarktes.pdf, abgerufen am 10.3.2016.

Kirby, E. und Worner, S. (2014), Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast, IOSCO Staff Working Paper SWP3/2014.

Klafft, M. (2009), Online Peer-to-Peer Lending: A Lenders' Perspective, Fraunhofer ISST, Berlin, Germany.

Kleemann, F., Voß, G.G. und Rieder, K. (2008), Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing, in: Science, Technology & Innovation Studies 4(1), S. 5-26.

Lawton, K. und Marom, D. (2010), The Crowdfunding Revolution: Social Networking Meets Venture Financing, CreateSpace Independent Publishing.

Moeninghoff, S.C. und Wieandt, A. (2013), The Future of Peer-to-Peer Finance, in: Zfbf Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 65(6), S. 466-487.

Mollick, E. (2014), The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, in: Journal of Business Venturing 29, S. 1-16.

Moritz, A. und Block, J. H. (2016), Crowdfunding: A Literature Review and Research Directions, in: Brüntje, D. und Gajda, O. (Hrsg.), Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice, Springer, S. 25-53.

Müller-Schmale, V. (2014), Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers, BaFin, http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding.html, abgerufen am 17.02.2016.

Müller-Schmale, V. und Rübenach, S. (2015), Prospektnahe Abgrenzungsfragen zum KWG und KAGB / Hinweise zum Crowdinvesting; Vortrag, BaFin-Workshop „Novellierung des Vermögensanlagenrechts durch das Kleinanlegerschutzgesetz“, 26.11.2015, Frankfurt am Main; http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Veranstaltung/dl_151126_Workshop_Kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=3, abgerufen am 4.3.2016.

Oehler, A. (2005), Funktion von Banken und anderer Finanzintermediäre bei zunehmender internationaler Finanzmarktintegration unter der Perspektive ihrer gesell-

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

schaftlichen und nationalstaatlichen Bedeutung – Corporate Governance & Control in markt- und intermediärbasierten Finanzsystemen im Kontext von Personal- und Kapitalverflechtungen, in: Heidenreich, M., Micklitz, H.-W., Oehler, A. Rattinger, H., Schwarze, J. (Hrsg.), Europa nach der Osterweiterung. Europaforschung an der Universität Bamberg, Kadmos, S. 212-223.

Oehler, A. (2006), Zur Makrostruktur von Finanzmärkten – Börsen als Finanzintermediäre im Wettbewerb; in: Kürsten, W., Nietert, B. (Hrsg.), Kapitalmarkt, Unternehmensfinanzierung und rationale Entscheidungen, Springer, S. 75-91.

Oehler, A. (2011), Behavioral Economics und Verbraucherpolitik: Grundsätzliche Überlegungen und Praxisbeispiele aus dem Bereich Verbraucherfinanzen, in: BankArchiv 59, S. 707-727.

Oehler, A. (2012a), Klar, einfach, verständlich und vergleichbar: Chancen für eine standardisierte Produktinformation für alle Finanzdienstleistungen – Eine empirische Analyse, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft ZBB, 2/2012, S. 119-133.

Oehler, A. (2012b), Anbieter- und verbrauchergerechte Beratung und Information. Mehr Anlegerschutz durch standardisierte Beratungsprotokolle und Produktinformationsblätter, Bamberg/Stuttgart; https://www.uni-bamberg.de/fileadmin/uni/fakultaeten/sowi_lehrstuehle/finanzwirtschaft/Transfer/Abschlussbericht_Anbieter_und_verbrauchergerechte_Beratung_und_Information-1.pdf, abgerufen am 1.3.2016.

Oehler, A. (2013a), Neue alte Verbraucherleitbilder: Basis für die Verbraucherbildung?, in: HiBiFo Haushalt in Bildung und Forschung 2, S. 44-60.

Oehler, A. (2013b), Mindeststandards sozial-ökologischer Geldanlagen. Studie zur Erarbeitung eines Anforderungskatalogs, Bamberg/Stuttgart; https://www.uni-bamberg.de/fileadmin/uni/fakultaeten/sowi_lehrstuehle/finanzwirtschaft/Transfer/Anforderungen_Mindeststandard_fuer_sozial_oekologische_Geldanlagen_final_Dec_2013.pdf, abgerufen am 10.3.2016.

Oehler, A. (2014), Überlegungen zu einem Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen (SÖG), in: JVL Journal für Verbraucherschutz und Lebensmittelsicherheit 9(3), S. 251-255.

Oehler, A. (2016), Digitale Welt und Finanzen. Zahlungsdienste und Finanzberatung unter einer Digitalen Agenda, Veröffentlichungen des Sachverständigenrats für Verbraucherfragen, Berlin.

Oehler und Reisch (2008), Behavioral Economics – eine neue Grundlage für die Verbraucherpolitik? Studie im Auftrag des vzbv e.V.

Oehler, A. und Unser, M. (2002), Finanzwirtschaftliches Risikomanagement. Springer-Verlag, Berlin, 2. Aufl.

Orthwein, I. (2014), Crowdfunding: Grundlagen und Strategien für Kapitalsuchende und Geldgeber, igel Verlag RWS, Hamburg.

Geld anlegen mit und im Schwarm – Chancen und Risiken für Verbraucherinnen und Verbraucher

Pierrakis, Y. and Collins, L. (2013), Banking on Each Other: peer-to-peer lending to business: evidence from Funding Circle, <http://www.nesta.org.uk/library/documents/Peer-to-peer-lending-report.pdf>, abgerufen am 18.02.2016.

Rubinton, B. J. (2011), Crowdfunding: Disintermediated Investment Banking, Working Paper, McGill University.

Schwiebacher, A. und Larralde, B. (2012), Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures, in: Cumming, D. (ed.), Handbook of Entrepreneurial Finance, S. 369-391.

Simon, H. A. (1955), A behavioral model of rational choice, in: Quarterly Journal of Economics 69(1), S. 99-118.

Simon, H. A. (1956), Rational choice and the structure of the environment, in: Psychological Review 63(2), S. 129-138.

Simon, H. A. (1957), Models of Man, John Wiley & Sons, New York.

Thaler, R. H. (1999), Mental accounting matters, in: Journal of Behavioral Decision Making 12(3), S. 183-206.

Wardrop, R., Zhang, B., Rau, R. und Gray, M. (2015), Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report, University of Cambridge und Ernst & Young.

Younkin, P. und Kashkooli, K. (2016), What Problems Does Crowdfunding Solve?, in: California Management Review 58(2), S. 20-43.

Sachverständigenrat für Verbraucherfragen

Der Sachverständigenrat für Verbraucherfragen ist ein Beratungsgremium des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV). Er wurde im November 2014 vom Bundesminister der Justiz und für Verbraucherschutz, Heiko Maas, eingerichtet. Der Sachverständigenrat für Verbraucherfragen soll auf der Basis wissenschaftlicher Erkenntnisse und unter Berücksichtigung der Erfahrungen aus der Praxis das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz bei der Gestaltung der Verbraucherpolitik unterstützen.

Der Sachverständigenrat ist unabhängig und hat seinen Sitz in Berlin.

Vorsitzende des Sachverständigenrats ist Prof. Dr. Lucia Reisch.