



STATE OF THE ART

Crowdfunding und Crowdfunding: State of the Art der wirtschafts- wissenschaftlichen Literatur

Von Alexandra Moritz* und
Jörn Block**, Trier



Zusammenfassung

Crowdfunding gewinnt in der Gründungs- und Innovationsfinanzierung an Bedeutung. Ein Überblick der wissenschaftlichen Arbeiten zu Crowdfunding fehlt allerdings. Dieser Artikel gibt einen Literaturüberblick und leitet relevante Forschungsfragen für zukünftige Untersuchungen ab. Zunächst werden die Begriffe Crowdfunding und Crowdfunding definiert und voneinander abgegrenzt. Die verschiedenen Ausprägungsformen und der idealtypische Prozess des Crowdfundings werden vorgestellt. Im Anschluss wird die vorhandene wissenschaftliche Literatur entsprechend den Akteuren im Crowdfunding (Kapitalnehmer, Kapitalgeber und Intermediäre) zugeordnet, strukturiert und in ihren wichtigsten Ergebnissen beschrieben.

Abstract

Crowdfunding gained importance over the last years. However, an overview of the scientific literature on this topic does not exist. This paper provides an overview of the crowdfunding literature and derives important research questions for further research. After a definition of the terms 'crowdfunding' and 'crowdfunding'

* Alexandra Moritz ist Lehrkraft für besondere Aufgaben und Doktorandin an der Professur für Unternehmensführung an der Universität Trier. Ihre Forschungsinteressen liegen in der Gründungs- und Mittelstandsfinanzierung.

** Prof. Dr. Jörn Block ist Professor für Unternehmensführung an der Universität Trier und Mitglied des Erasmus Institute of Management (ERIM), Erasmus University Rotterdam. Seine Forschungsschwerpunkte sind Entrepreneurship, Innovation und Familienunternehmen.

ing' and the underlying process we summarize the relevant scientific literature on crowdfunding classified by the main actors (capital seekers, capital providers, and intermediaries).

I. Einleitung und Motivation

Mittels Crowdfunding (Deutsch: „Schwarmfinanzierung“) wurden Filme (z. B. Stromberg¹, Inocente²), Musikalben (z. B. Marillion³) und Start-ups unterschiedlichster Branchen finanziert. Crowdfunding setzt sich aus den Worten „Crowd“ und „Funding“ zusammen und bedeutet eine Finanzierung „aus der Menge“. Der Gegenstand der Finanzierung ist offen.

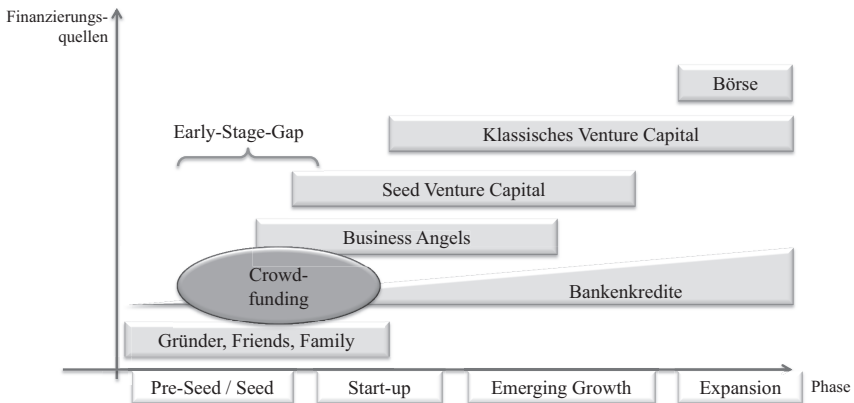
Die Ursprünge des Crowfundings liegen in der Finanzierung von Künstlern und Kreativen (Meinshausen et al. 2012; Agrawal et al. 2013; Harzer 2013). Die Gründung verschiedener Crowdfunding-Internetplattformen im Musiksektor (z. B. Artistshare, SellaBand) machte diese Finanzierungsform für Musiker interessant. In Folge haben auch andere künstlerische und kreative Bereiche (z. B. Filmindustrie, Journalismus) diese Finanzierungsform übernommen. Die Finanzierung von Unternehmen über die Crowd⁴ wird seit 2010 in Praxis und Wissenschaft intensiv diskutiert und erforscht. Dabei wird Crowdfunding als Möglichkeit gesehen, die Finanzierungslücke in der Frühphase von Start-up Unternehmen (auch Early-Stage-Gap) zu verringern (z. B. Hemer et al. 2011, 30 f.; Röthler und Wenzlaff 2011; Meinshausen et al. 2012). Abbildung 1 zeigt, dass Finanzierungen von Venture Capital Gebern und Banken meist erst in späteren Entwicklungsphasen des Start-ups verfügbar sind (Berger und Udell 1998; Robb und Robinson 2012). In der Frühphase der Unternehmen (Pre-Seed/Seed-Phase) muss in vielen Fällen auf die finanziellen Mittel der Gründer, Familie und Freunde und, sofern möglich, von Business Angels zurückgegriffen werden. Reichen diese Mittel nicht aus, entsteht eine Finanzierungslücke (vgl. Abbildung 1). Diese Situation wurde durch die Finanzmarktkrise verschärft (Block und Sandner 2009; Duygan-Bump et al. 2011; Fink 2012; Mach et al. 2013). Crowdfunding kann helfen, diese Finanzierungslücke zu schließen.

¹ Vgl. z. B. FAZ vom 27.04.2012; Spiegel Online vom 22.12.2011.

² Vgl. z. B. The Verge vom 24.02.2013.

³ Vgl. z. B. Spellman, P. 2008; <http://blog.sonicbids.com/education/crowdfunding-arts-patronage-for-the-masses> (Abruf 15.04.13) FAZ vom 19.01.2013; Der Tagesspiegel vom 14.09.2011.

⁴ Die „Crowd“ bezeichnet eine große Menge an Personen, die sich an einem spezifischen Ort zusammenfindet (hier über das Internet; die „Internet-Gemeinde“).



Quelle: in Anlehnung an Hemer et al. (2011, 31).

Abbildung 1: Crowdfunding zur Schließung des Early-Stage-Gaps

Dieser Artikel gibt einen Überblick über die Forschungsschwerpunkte in der Crowdfunding-Literatur. Dazu betrachtet Kapitel II. den Begriff Crowdfunding, die verschiedenen Crowdfunding-Modelle und den idealtypischen Ablauf einer Finanzierung über die Crowd. In Kapitel III. wird die vorhandene Literatur zum Crowdfunding dargestellt und den Hauptakteuren des Crowdfundings (Kapitalnehmer, Kapitalgeber und Intermediäre) zugeordnet. Abschließend werden in Kapitel IV. die Ergebnisse der bisherigen Forschung diskutiert und offene Forschungsfragen aufgezeigt.

II. Begriffliche Abgrenzung, Ausprägungsformen und Ablauf einer Crowdfunding-Finanzierung

1. Definitionen und begriffliche Abgrenzung

Der Ursprung des Crowdfundings liegt in den USA und leitet sich aus der Idee des Crowdsourcings (Howe 2006) ab. Der Begriff Crowdsourcing setzt sich aus den Worten „Crowd“ und „Outsourcing“ zusammen und bedeutet, dass bestimmte Funktionen aus dem Unternehmen an die Menge (die Crowd) ausgelagert werden (Kleemann et al. 2008). Das Konzept beruht auf der Idee der „Weisheit der Menge“ (Surowiecki 2004). Demnach können Unternehmen das Wissen einer heterogenen, unternehmensexternen Menge für Unternehmenszwecke nutzen. Die Umsetzung der Idee wurde durch die (Weiter-)Entwicklung des World Wide Web gefördert (Brabham 2008; Kleemann et al. 2008). Crowdsourcing lässt sich im Unternehmenskontext wie folgt definieren:

„Crowdsourcing, [...], takes place when a profit oriented firm outsources specific tasks essential for the making or sale of its product to the general public (the

crowd) in the form of an open call over the Internet, with the intention of animating individuals to make a contribution to the firm's production process for free or for significantly less than that contribution is worth to the firm.“

(Kleemann et al. 2008, 6)

Die Crowd wird beim Crowdsourcing als Quelle für Ressourcen genutzt. Beim Crowdfunding, einem Teilbereich des Crowdsourcings, dient die Crowd als Quelle zur Finanzierung einer Idee, eines Projektes oder eines Unternehmens. Eine in der Literatur häufig verwendete Definition von Crowdfunding stammt aus dem Jahr 2010:

„Crowdfunding involves an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights.“

(Belleflamme et al. 2010, 5)

Crowdfunding findet in den meisten Fällen⁵ über eine Plattform als Intermediär statt, auf der sich die finanzierungssuchende Partei („Kapitalnehmer“) der Crowd („Kapitalgeber“) präsentiert. Die Form der „Belohnung“ an die Kapitalgeber hängt von der jeweiligen Ausgestaltungsform des Crowdfundings ab. Damit eine Finanzierung zustande kommt, stellen eine Vielzahl von Kapitalgebern Mittel zur Verfügung. Ob dies anonym geschehen kann, ist vom Crowdfunding-Modell abhängig. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren (vgl. Kapitel II.2.) verwenden wir folgende modifizierte Definition:

Crowdfunding ist eine Finanzierungsform, die über einen öffentlichen Aufruf initiiert wird (mit oder ohne Intermediär) und zum Ziel hat, finanzielle Mittel für ein Projekt oder Unternehmen mit oder ohne Gegenleistung zu erhalten. Beim Crowdfunding beteiligt sich in der Regel eine größere Zahl von individuellen Kapitalgebern.

Diese Definition verdeutlicht auch die Interdisziplinarität des Themas Crowdfunding (Lehner 2013). Eine Erklärung des Phänomens erfordert das Zusammenspiel verschiedener Disziplinen, z. B. der Betriebs- und Volkswirtschaftslehre, der Informationstechnologie, der Kommunikations- und Medienwissenschaften, der Psychologie und der Rechtswissenschaften. Unsere Literaturrecherche ist aus diesem Grund disziplinenübergreifend und breit angelegt.

⁵ Die Finanzierung kann auch direkt durch die finanzierungssuchende Partei von der Crowd eingeworben werden (Lambert und Schwiabacher 2010).

2. Ausprägungsformen und idealtypischer Ablauf des Crowdfundings

Die Ausprägungsformen des Crowdfundings unterscheiden sich hinsichtlich der Verwendung der finanziellen Mittel und der Rückflüsse an die Kapitalgeber. Es lassen sich grob vier Finanzierungsmodelle unterscheiden (Beck 2012, 15 f.; Giudici et al. 2012; Leimeister 2012): (1) das Spenden-, (2) das Belohnungs-, (3) das Darlehens- und (4) das Eigenkapital-Modell.⁶

- (1) Spenden-Modell (Donations-Model): Diese Form des Crowdfundings unterscheidet sich von der klassischen Spendensammlung durch den Weg über das Internet, meist mit Unterstützung einer spezialisierten Plattform. Das Ziel bleibt das Gleiche: eine Vielzahl von zumeist kleinen Beträgen finanzieren ein Projekt. Die Kapitalnehmer erbringen keine finanziellen oder materiellen Gegenleistungen an die Kapitalgeber. Danksagungen oder die positive Erwähnung der Kapitalgeber sind aber nicht ausgeschlossen. Je nach Ausgestaltung dieser immateriellen Gegenleistungen gibt es Überschneidungen zum Belohnungs-Modell.
- (2) Belohnungs-Modell (Reward-Model): Das Modell lässt sich in Crowd-Sponsoring einerseits und Pre-Selling bzw. Pre-Ordering andererseits unterscheiden. Beim Crowd-Sponsoring erhalten die Kapitalgeber keine materiellen Gegenleistungen. Der positive Nutzen für die Sponsoren entsteht durch die Nennung des Namens z. B. im Abspann des finanzierten Films oder auf dem Cover einer produzierten DVD (Belleflamme et al. 2012; Kortleben und Vollmar 2012). Beim Pre-Selling bzw. Pre-Ordering erfolgt die Belohnung durch eine materielle Gegenleistung. Die Kapitalgeber erhalten nach Erstellung des vorfinanzierten Produktes eine vorgezogene Lieferung, z. B. eines Musikalbums vor Veröffentlichung (Hemer et al. 2011, 53; Röhler und Wenzlaff 2011).
- (3) Darlehens-Modell (Lending-Model): Beim Darlehens-Modell werden Kleinkredite über eine Plattform vergeben. Für die Kapitalbereitstellung erhalten die Kapitalgeber eine feste Verzinsung. Die Kreditvergabe kann als Peer-to-Peer-Online Lending (P2P-Lending) (Hemer et al. 2011, 54; Kortleben und Vollmar 2012) erfolgen, d. h. kleine Geldbeträge werden direkt von Privatpersonen an Privatpersonen weitergegeben. Neben der Finanzierung von Privatpersonen können über das Darlehens-Modell auch Unternehmen Kredite von einer

⁶ In der Literatur findet auch eine Einteilung in fünf Bereiche statt, in der das Reward-Model in „Sponsoring-Model“ und „Pre-Selling-Model“ unterschieden wird (vgl. z. B. Röhler und Wenzlaff 2011; Griffin 2012).

Vielzahl kleiner Kapitalgeber erhalten (Barasinska und Schäfer 2010; Mach et al. 2013).⁷

- (4) Eigenkapital-Modell (Equity-Model): Das Eigenkapital-Modell bezeichnet die Vergabe von Unternehmensanteilen an die Crowd (d. h. die Kapitalgeber). Im deutschsprachigen Raum hat sich v. a. in der Praxis der Begriff des Crowdinvestings etabliert.⁸ Crowdinvesting ist das Sammeln von Finanzierungsbeiträgen einer größeren Zahl von Kapitalgebern, die sich meist mit relativ kleinen Beträgen über das Internet an der Finanzierung von (Start-up) Unternehmen beteiligen.⁹ Die Kapitalgeber erhalten für ihre Investition eine Gewinnbeteiligung (Beck 2012, 18; Klöhn und Hornuf 2012).

Crowdfunding ist als direkte oder indirekte Finanzierung möglich (Lambert und Schwienbacher 2010). Beim direkten Crowdfunding versucht die kapitalsuchende Partei selbst, die Finanzierung durch einen Aufruf zu erhalten (z. B. über das Verschicken von E-mails an Kunden). Eine indirekte Finanzierung erfolgt über die Einschaltung eines Intermediärs, i. d. R. eine Crowdfunding-Plattform. Die große und weiter zunehmende Zahl der Crowdfunding-Plattformen (weltweit ca. 500, davon ca. 300 in Europa¹⁰) spricht für die Bevorzugung dieser Methode. Eine Plattform als Intermediär kann einen standardisierten Ablauf einer Crowdfunding-Transaktion für die Kapitalnehmer sicherstellen. Gleichzeitig ist die Plattform ein Informations-, Kommunikations- und Abwicklungsportal für interessierte Kapitalgeber. Plattformen ermöglichen die Reduktion von Informationsasymmetrien und Transaktionskosten (Leland und Pyle 1977; Allen und Santomero 1997; Berger und Gleisner 2009; Beck 2012, 65).

Hauptakteure beim Crowdfunding sind die Kapitalnehmer (v. a. Künstler, Private Personen oder Unternehmen), die Kapitalgeber (die „Crowd“) und die Intermediäre (i. d. R. Crowdfunding-Plattformen). Ein indirektes Crowdfunding über eine Plattform erfolgt grob skizziert in folgenden Schritten (vgl. Abbildung 2)¹¹: Eine finanzierungssuchende

⁷ Der Ursprung des P2P-Lending liegt im Kampf gegen die Armut durch die Kreditvergabe an Personen oder Projekte v. a. in Entwicklungsländern. Vgl. z. B. Zhang (2013).

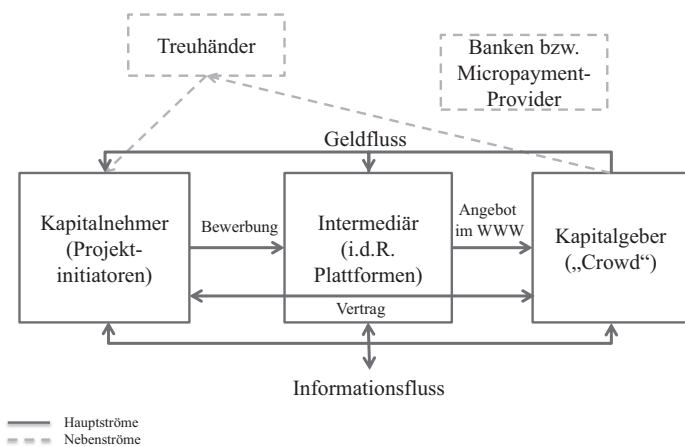
⁸ Erste wissenschaftliche Beiträge, die diesen Begriff verwenden sind z. B. Klöhn und Hornuf 2012; Maeschle 2012a; Maeschle 2012b. In der angelsächsischen Literatur wird meist von Equity-Crowdfunding gesprochen.

⁹ Da in den meisten Ländern der Welt – so auch im deutschsprachigen Raum – eine Platzierung von Unternehmensanteilen nur durch regulierte Kapitalmarktakteure zugelassen ist (dies ist bei Crowdfunding-Plattformen i. d. R. nicht der Fall), finden hier auch Mezzanine Finanzierungsinstrumente Verwendung z. B. stille Beteiligungen, Genussrechte oder auch partiarische Darlehen).

¹⁰ Vgl. Wallstreet Journal vom 16.02.2013.

¹¹ Abweichungen sind je nach Plattform möglich.

Partei sendet eine Bewerbung an die Plattform.¹² Die Bewerbung enthält Informationen zum Projekt bzw. zum Unternehmen und zum Finanzierungsvorhaben. Registrierte Nutzer erhalten bei Annahme durch die Plattform einen Zugriff auf diese Informationen. Die Plattform organisiert den Vertragsabschluss zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber. Der Kapitalgeber zahlt den von ihm festgelegten Betrag über seine Bank (z. B. per Überweisung) oder einen Micropayment-Provider (z. B. PayPal) an die Plattform. Die Gelder werden dort i. d. R. nicht direkt, sondern von einem Treuhänder¹³ verwaltet und von diesem an die Kapitalnehmer ausbezahlt.



Quelle: eigene Darstellung.

Abbildung 2: Idealtypischer Ablauf des Crowdfundings über ein Intermediär

Die nachfolgende Synopse strukturiert die wissenschaftliche Literatur zum Crowdfunding gemäß den o. g. drei Hauptakteuren des Crowdfundings (Kapitalnehmer, Kapitalgeber und Intermediäre). Der Fokus bei den Kapitalnehmern liegt bei den Unternehmen.

¹² Nicht alle Plattformen unterstützen jede Finanzierungsanfrage, teilweise wird von den Plattformen selektiert.

¹³ Die Fremdverwaltung der Gelder durch einen Treuhänder ist aufgrund von Finanzmarktgesetzen erforderlich. In Deutschland sind die Vorschriften des KWG zu beachten (KWG § 1). Banken, Micropayment-Provider und Treuhänder sind aus technischen und rechtlichen Gründen relevant, aber keine Hauptakteure (dargestellt in Abbildung 2 als Nebenströme).

III. Synopse der wissenschaftlichen Beiträge zum Thema Crowdfunding

Es existieren zwei inhaltlich verwandte Literaturübersichten. Bachmann et al. (2011) fassen die Literatur zum Peer-to-Peer-Lending zusammen (43 Studien). Feller et al. (2013) strukturieren die Forschung zum Crowdfunding quantitativ nach den unterschiedlichen Ausprägungsformen, gehen aber auf die Inhalte der identifizierten Einzelstudien nicht ausführlich ein. Eine Übersicht der Crowdfunding-Literatur mit dem von uns gewählten Fokus auf Unternehmen als Kapitalnehmer existiert nicht. Die nachfolgende Synopse schließt diese Lücke.

1. Literaturrecherche und Auswahlkriterien

Die wissenschaftlichen Beiträge zum Crowdfunding wurden im ersten Schritt durch eine Google Scholar Keyword-Abfrage nach den Begriffen Crowdfunding und Crowdinvesting im Titel identifiziert (unter Ausschluss von Patenten und Zitaten). Das Ergebnis lieferte 296 Beiträge. Die Suche wurde im nächsten Schritt entlang der in den Artikeln zitierten Quellen weitergeführt. Im Anschluss wurden Beiträge zu einzelnen Ausprägungsformen des Crowfundings wie z. B. Peer-to-Peer-Online Lending unter den Begriffen Peer-to-Peer-Online Lending, P2P-Lending, Social Lending und Person-to-Person Lending recherchiert. Eine Keyword-Abfrage (inkl. der unterschiedlichen Schreibweisen) in verschiedenen Bibliothekskatalogen (z. B. lokale und internationale Bibliothekskataloge, Verbundkataloge, Elektronische Zeitschriftenkataloge) vervollständigte die Suche. Bedingt durch die Aktualität des Themas ist in Fachzeitschriften bislang wenig publiziert. Aus diesem Grund beinhaltet die Untersuchung viele (unveröffentlichte) wissenschaftliche Arbeitspapiere. Zur finalen Auswahl der Beiträge für unsere Synopse wurden folgende Kriterien verwendet:

- Es wurden nur *wissenschaftliche* Beiträge, Artikel und Arbeitspapiere ausgewählt; von der Betrachtung explizit ausgeschlossen wurden Praktikerbeiträge und Ratgeber sowie Seminar-, Bachelor- und Masterarbeiten.
- Die Einordnung der wissenschaftlichen Untersuchungen erfolgt gemäß den o. g. Hauptakteuren im Crowdfunding (Kapitalnehmer, Kapitalgeber und Intermediäre). Es wurden nur Beiträge berücksichtigt, die im Rahmen dieses Strukturierungsschemas relevant erschienen.
- Es wurden vorrangig (aber nicht ausschließlich) *wirtschaftswissenschaftliche* Beiträge berücksichtigt.

Die Anwendung dieser Kriterien führte zu einer finalen Auswahl von 92 Beiträgen für die Synopse.

2. Entwicklung der Forschung zum Crowdfunding

Crowdfunding ist ein junges Phänomen. Die Mehrzahl der identifizierten Arbeiten zum Crowdfunding folgen daher dem „phenomenon-based approach“ (von Krogh et al. 2012) mit einer Definitionsfindung, Beschreibung, Abgrenzung zu verwandten Themengebieten und Konzeptionierung. Bevor der Begriff Crowdfunding verwendet wurde, erschienen bereits wissenschaftliche Beiträge zum Darlehens-Modell unter den Begriffen Social Lending (Hulme und Wright 2006) und Peer-to-Peer bzw. P2P-Lending (Freedman und Jin 2008; Herzenstein und Andrews 2008; Klafft 2008).¹⁴

Erste wissenschaftliche Auseinandersetzungen mit dem Begriff Crowdfunding betreffen insbesondere den rechtswissenschaftlichen Bereich. Kappel (2009) zeigt am Beispiel der Musikindustrie die rechtlichen Restriktionen in den USA durch das Securities Law von 1933¹⁵. Diese Restriktion beschäftigt seitdem die amerikanische, rechtswissenschaftliche Literatur (vgl. Kapitel III.3.c)). Die Finanzierung von Unternehmen durch Crowdfunding wird vertieft von Schwienbacher und Kollegen ab dem Jahr 2010 betrachtet (Belleflamme et al. 2010; Lambert und Schwienbacher 2010; Belleflamme et al. 2012; Belleflamme et al. 2013; Schwienbacher und Larralde 2012) (vgl. Kapitel III.3.). Eine Vielzahl wissenschaftlicher Beiträge folgt einem beschreibenden und erklärenden Ansatz, häufig in Kombination mit Fallbeispielen aus dem jeweiligen nationalen Kontext (Hemer et al. 2011; Hemer 2011; Kläbe und Laycock 2012; Kortleben und Vollmar 2012; Martínez-cañas 2012; Meinshausen et al. 2012; Mitra 2012; Ingram und Teigland 2013; Wheat et al. 2013).

Erste empirische Studien sind qualitativ-empirisch und beschreiben das Phänomen. Marktdaten wurden ausgewertet und mit Erkenntnissen aus Interviews ergänzt (Aitamurto 2011; Hemer et al. 2011, 42 ff.; Ley und Weaven 2011; Röthler und Wenzlaff 2011). Beiträge auf Basis von quantitativen Daten (z. B. Ahlers et al. 2012; Burtch et al. 2012; Kuppuswamy und Bayus 2013; Mollick 2013b) erschienen vermehrt als die Plattformen sich am Markt als Intermediäre etablierten und entsprechende Transaktionsvolumina zur Verfügung standen.

Die von uns identifizierten Beiträge werden im Folgenden inhaltlich analysiert, nach den Hauptakteuren im Crowdfunding geordnet (Kapitalnehmer (mit Schwerpunkt auf Unternehmen), Kapitalgeber und Inter-

¹⁴ Die Veröffentlichung der Daten der Online-Lending-Plattform Prosper.com in den USA in 2007 leistete einen wichtigen Beitrag zum erhöhten Forschungsaufkommen (Bachmann et al. 2011).

¹⁵ Bei Crowdfunding-Modellen, die für Kapitalgeber einen finanziellen Ertrag in Aussicht stellen (Darlehens- und Eigenkapital-Modell), findet in den USA das Securities Law von 1933 Anwendung (Bradford 2012).

mediäre) (vgl. auch Abbildung 2) und entsprechend ihren Untersuchungsschwerpunkten gruppiert.

3. Kapitalnehmerfokussierte Crowdfunding-Literatur

Gegenstand bisheriger Untersuchungen aus Kapitalnehmersicht waren die Motivationen zum Crowdfunding, die Erfolgsdeterminanten sowie rechtliche Restriktionen des eigenkapitalbasierten Crowdfundings. Tabelle 1 gibt einen Überblick über die im Folgenden diskutierten Studien.

Tabelle 1: Kapitalnehmerfokussierte Crowdfunding-Literatur

Studie	Inhalt	Methodik
Agrawal et al. (2011)	Bedeutung geographischer Nähe zw. Entrepreneur und Kapitalgeber	quantitativ; Daten: Sella-Band
Belleflamme et al. (2013)	Motivationen für Unternehmer und Bedeutung der Unternehmensform für den Finanzierungserfolg	quantitativ; Daten: 44 direkte Crowdfunding-Transaktionen; zusätzlich Fragebögen
Belleflamme et al. (2010)	Crowdfunding vs. traditionelle Finanzierungsquellen; Preisdiskriminierungsmöglichkeiten; Unternehmensform (Profit vs. non-Profit)	modelltheoretischer Vergleich
Belleflamme et al. (2012)	Entscheidungsproblem der Unternehmen in der Wahl des Crowdfunding-Modells (Pre-Ordering vs. Profit-Sharing)	modelltheoretischer Vergleich
Bradford (2012)	Vorschläge für Ausnahmen vom Securities Act für kleinere Unternehmen zur Eigenkapitalfinanzierung durch Crowdfunding	rechtliche Analyse Securities Act
Burtch et al. (2013)	Bedeutung kultureller Gemeinsamkeiten/Unterschiede für das Investitionsverhalten der Kapitalgeber	quantitativ; Daten: Kiva
Cohn (2012)	Kritische Betrachtung der Regelungen des JOBS Act	rechtliche Analyse JOBS Act
Fink (2012)	Zusammenhang Arbeitsplätze und Crowdfunding; Securities Act und JOBS Act	rechtliche Analyse der Regulierung in den USA
Gerber et al. (2012)	Motivationen der Kapitalgeber und Kapitalnehmer in Crowdfunding-Märkten	qualitativ; teilstrukturierte Interviews
Griffin (2012)	Kritische Betrachtung des H.R. 2930 (Vorläufer des JOBS Act)	rechtliche Analyse des Securities Act und des H.R. 2930

Hazen (2012)	Ausgestaltung der Offenlegungspflicht unter dem JOBS Act zum Investorenschutz	rechtliche Analyse des Securities Act und JOBS Act
Hemer (2011)	Betrachtung der ökonomischen Relevanz von Crowdfunding; Bedeutung für die Zukunft der Start-up Finanzierung	Kurzfassung Forschungsbericht Fraunhofer ISI
Hemer et al. (2011)	Theoretische und praktische Analyse von Crowdfunding als Alternative zur Frühphasenfinanzierung von Start-up Unternehmen	qualitativ; Literatur- und Datenanalyse; Marktbeachtung; Interviews mit Akteuren; Interviewstudie
Heminway (2013a)	Vorschlag zur Reformation der US-Finanzmarktregulierungen; Regulierung der Risiken	rechtliche Analyse Securities Act und Entwicklung des Crowdfundings vor JOBS Act
Heminway und Hoffman (2011)	Analyse der Finanzinstrumente des Crowdfundings und Einordnung in die Regulierungsstruktur	rechtliche Analyse Securities Act und Crowdfunding
Hui, Gerber und Greenberg (2012)	Untersuchung des Aufwandes für Kapitalnehmer zur Durchführung von Crowdfunding-Transaktionen	qualitativ; teilstrukturierte Interviews (Zufallsprinzip) von Crowdfunding-Initiatoren der Plattformen Kickstarter, IndieGoGo und RocketHub
Kappel (2009)	Möglichkeiten des ex ante Crowdfundings (im Vergleich zu ex post facto), im US-Plattenmarkt unter Berücksichtigung der gesetzlichen Restriktionen	Analyse verschiedener Plattformen und der US Gesetze; Ableitung von Vorschlägen
Kassinger et al. (2013)	Kurzer Überblick zum CROWDFUND Act und der wesentlichen Kritikpunkte; Beschreibung von verschiedenen US-Plattformen	Rechtliche Analyse des CROWDFUND Act
Klöhn und Hornuf (2012)	Betrachtung des deutschen Crowdinvesting-Marktes mit Schwerpunkt Plattformen; Analyse der deutschen und amerikanischen Rechtslage für Crowdinvesting	Markt- und Rechtsanalyse
Kortleben und Vollmar (2012)	Crowdinvesting und Agency-Konflikte; Vergleich von Unternehmensrechtsformen	Abgrenzung und Beschreibung; Agency-Konflikte
Ley und Weaven (2011)	Untersuchung von Agency Dynamics und Ableitung von Anforderungen für das Equity-Crowdfunding	qualitativ; Interviews mit 11 Venture Capital Gesellschaften in Australien

Fortsetzung nächste Seite

Fortsetzung Tabelle 1

Studie	Inhalt	Methodik
Lambert und Schwienbacher (2010)	Untersuchung von direkten Crowdfunding-Transaktionen zur Erklärung, welche Unternehmen finanziert werden	quantitativ; Sammlung und Aufbereitung von direkten Crowdfunding- Transaktionsdaten; Fragebogen
Lehner (2013)	Crowdfunding im Kontext von Social Entrepreneurship; Ableitung wichtiger Forschungsfragen	Literaturanalyse Crowdfunding und Social Entrepreneurship
Mach et al. (2013)	Untersuchung der Entwicklung von P2P-Lending für Unternehmen	quantitativ; Daten: LendingClub
Martin (2012)	Relevanz des JOBS Act mit Erläuterung der wesentlichen Regelungen; Motive für Crowdfunding aus Unternehmenssicht und mögliche Konsequenzen	rechtliche Analyse JOBS Act
Mollick (2013b)	Untersuchung der Determinanten, die Crowdfunding- Maßnahmen erfolgreich machen	quantitativ; Daten: Kickstarter
Pope (2011)	Vorschlag für Anpassung des Securities Law in den USA zur Ermöglichung von Equity-Crowdfunding Transaktionen	rechtliche Analyse Securities Act inkl. Ausnahmen
Saxton und Wang (2013)	Untersuchung der relevanten Faktoren bei Online Spenden über Social Media Kanäle	quantitativ; Daten von 66 non-Profit Organisationen mit Spendenaufrufen über Facebook Causes
Schwiebacher und Larralde (2012)	Crowdfunding als Alternative zu den klassischen Start-up Finanzierungen; Voraussetzungen für Unternehmen	qualitativ und quantitativ; Fallbeispiel; Interviews, Fragebogen an Investoren, Blog-Beiträge
Stemler (2013)	Equity-Crowdfunding vor und nach JOBS Act	rechtliche Analyse
Wroldsen (2013)	Regulierung nur der downside Risiken; Vorschläge für Regulierung auch der upside Risiken	rechtliche Analyse; Vergleich zu Venture Capital

a) Motivationen der Unternehmen zum Crowdfunding

Lambert und Schwienbacher (2010) identifizieren in Interviews mit Crowdfunding-erfahrenen Unternehmern drei wesentliche Motive für die Wahl dieser Finanzierungsart. Das Einsammeln finanzieller Mittel wurde von allen Befragten als Hauptmotiv genannt. Weitere Motive sind die Erlangung öffentlicher Aufmerksamkeit sowie Feedback für das Produkt bzw. die Dienstleistung. Die Studie von Gerber, Hui und Kuo (2012) kommt zu ähnlichen Ergebnissen. Im Rahmen von teilstrukturierten In-

interviews werden fünf Motivationskategorien identifiziert: Finanzierung, Bildung von Beziehungen bzw. Netzwerken, Selbstbestätigung, Erfolgserlebnisse replizieren und die Aufmerksamkeit für das Produkt bzw. Unternehmen erhöhen. Crowdfunding bietet nach Hemer et al. (2011, 30 f.) die Möglichkeit, Finanzierungen in der Frühphase des Unternehmenszyklus zu erhalten und den Early-Stage-Gap (vgl. Abbildung 1) zu schließen. Weitere Motive des Crowdfundings sind die Geschwindigkeit und Flexibilität der Finanzierung, geringe formale Verpflichtungen gegenüber Kapitalgebern, Testen des Produktes am Markt, Multiplikatorwirkung, positive Signal-Effekte¹⁶ sowie die Nutzung der „Weisheit der Menge“ für verschiedene Funktionen (Surowiecki 2004; Hienert und Riar 2013). Die zunehmende Bedeutung der Konsumenten im Wertschöpfungsprozess der Unternehmen spielt hierbei eine wichtige Rolle (Kleemann et al. 2008). Durch Crowdfunding können Konsumenten zu Investoren werden (Ordanini et al. 2011). Zu einer Investition bereit sind vor allem Personen, die an die Erfolgchancen des Unternehmens und dessen Produkte bzw. Leistungen glauben. Das Unternehmen erhält eine Legitimierung durch den Markt (Martin 2012) und baut gleichzeitig seinen Kundenstamm aus. Burtch et al. (2012) bestätigen empirisch, dass Crowdfunding zu einer erhöhten Wahrnehmbarkeit und zu einem höheren Konsum des Produktes führt.

Crowdfunding kann es Unternehmen ermöglichen, Marktpotentiale besser auszuschöpfen (Belleflamme et al. 2010). Belleflamme et al. (2010) zeigen in einem modelltheoretischen Ansatz, dass das Belohnungs-Modell (Pre-Ordering) eine Preisdiskriminierung erlaubt. Unternehmen können die höhere Zahlungsbereitschaft einzelner Kunden über Selbstselektion abschöpfen. In 2012 erweitern Belleflamme et al. ihr Modell um die Auswahlmöglichkeit zwischen den Crowdfunding-Alternativen Pre-Ordering und Profit-Sharing (Belleflamme et al. 2012).

b) Determinanten einer erfolgreichen Crowdfunding-Finanzierung

Unternehmen oder Projekte mit einem sozialen bzw. non-Profit-orientierten Hintergrund haben eine höhere Wahrscheinlichkeit Crowdfunding zu erhalten. Dieser Zusammenhang wurde sowohl theoretisch (Belleflamme et al. 2010, 2013) als auch empirisch (Lambert und Schwienbacher 2010) bestätigt. Die Kapitalgeber beim Crowdfunding sind vor allem an der Umsetzung des Projektes interessiert (Belleflamme et al. 2013). Nach Auffassung von Belleflamme et al. (2013) haben Non-Profit-Organisationen eine höhere Glaubwürdigkeit diese Erwartung zu erfüllen als

¹⁶ Eine erfolgreiche Finanzierung über Crowdfunding sendet ein positives Signal an die verschiedenen Marktteilnehmer.

gewinnorientierte Unternehmen. Lehner (2013) vermutet daher, dass Crowdfunding und Social Entrepreneurship¹⁷ gut harmonisieren.

Weitere Faktoren mit einem Effekt auf das Crowdfunding-Ergebnis wurden von Mollick (2013b) durch eine Auswertung von Archivdaten der Plattform Kickstarter identifiziert. Die Wahrscheinlichkeit des Zustandekommens einer Finanzierung über die Crowd nimmt mit steigender Finanzierungssumme und Laufzeit ab. Eine große Anzahl an Facebook-Freunden (Saxton und Wang 2013), das Vorhandensein eines Produkt-Videos sowie geographische Nähe erhöhen hingegen die Finanzierungswahrscheinlichkeit. Die Relevanz der geographischen Nähe wurde auch von Agrawal et al. (2011) auf Basis der Archivdaten der Musikplattform SellaBand untersucht. In finanzierten Projekten betrug die durchschnittliche Entfernung der Musiker zu den Kapitalgebern 3.000 Meilen. Zu Beginn der Finanzierungslaufzeit konnte eine größere räumliche Nähe zwischen den Parteien festgestellt werden. Dieses Ergebnis erklären Agrawal et al. (2011) durch einen Family & Friends-Effekt.¹⁸ Auch im P2P-Lending Markt wurde ein positiver Einfluss durch geographische Nähe auf die Finanzierungswahrscheinlichkeit festgestellt (Burtch et al. 2013; Lin und Viswanathan 2013). Ein Family & Friends-Effekt konnte diesen Home-Bias jedoch nicht erklären. Verantwortlich scheinen emotionale (Lin und Viswanathan 2013) und kulturelle (Burtch et al. 2013) Faktoren, wie z. B. ein starker Bezug zu regionalen Produkten und Dienstleistungen.

c) Rechtliche Faktoren

Equity-Crowdfunding (auch Crowdinvesting) wird seit 2009 durch US-Rechtswissenschaftler diskutiert. Ausgelöst wurde diese Diskussion durch den Anwendungsbereich des Securities Act von 1933, der die Legalität der Geschäftsmodelle der Plattformen in Frage stellte (Kappel 2009). Diese Problematik gepaart mit dem enormen Wachstum¹⁹ des Crowdfundings sowie der Liquiditätsverknappung durch die Finanz-

¹⁷ „Soziales Unternehmertum; unternehmerisches Denken und Handeln zum Wohle der Gesellschaft und zur Lösung oder Verbesserung gesellschaftlicher Missstände.“ Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/social-entrepreneurship.html> (Abruf: 08.08.2013).

¹⁸ Zu Beginn der Laufzeit investieren v. a. Familie, Freunde und Bekannte, die das Unternehmen und dessen Team kennen und unterstützen wollen (Agrawal et al. 2011).

¹⁹ Die weltweiten Crowdfunding-Aktivitäten sind von 1,5 Mrd. USD in 2011 um 81 % auf 2,7 Mrd. USD in 2012 gestiegen. Vgl. Massolution Report 2013; http://www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/25107?utm_source=website&utm_medium=text&utm_content=LP+bottom&utm_campaign=2013CF+Launch (Abruf 08.08.2013).

marktkrise führten zu einer Änderung in der US-Gesetzgebung (Fink 2012; Stemler 2013). In 2011 wurde ein Gesetzesvorschlag zur Finanzierung junger Unternehmen mittels Eigenkapital entwickelt und am 5. April 2012 mit der Bezeichnung JOBS Act (Jumpstart our Business Startups Act) in Kraft gesetzt. Ziel des Gesetzes ist es, die Eigenkapitalbeschaffung für kleine und junge Unternehmen einfacher und kostengünstiger werden zu lassen. Title III des JOBS Act legt mit dem CROWDFUND Act²⁰ die Anforderungen an Emittenten, Investoren und Plattformen fest (Martin 2012; Wroldsen 2013). Vor- und Nachteile dieser Liberalisierung des Securities Act von 1933 werden in der rechtswissenschaftlichen Literatur breit diskutiert (z. B. Heminway und Hoffman 2011; Bradford 2012; Cohn 2012; Griffin 2012; Hazen 2012; Cumming und Johan 2013). Der US-Markt wartet noch immer auf notwendige, mit dem CROWDFUND Act vorgesehene, Regelungen durch die Securities and Exchange Commission (SEC) (Heminway 2013b).

Rechtliche Vorschriften zu Crowdinvesting sind länderspezifisch und sehr heterogen. In den meisten Ländern – u. a. in der EU – ist die Emission von Aktien mittels Equity-Crowdfunding entweder untersagt oder für die Unternehmen aufgrund hoher Anforderungen mit hohen Transaktionskosten verbunden.²¹ Welche Maßnahmen zur Umsetzung von Crowdinvesting in der EU erforderlich sind, diskutieren Röhler und Wenzlaff (2011), De Buysere et al. (2012) sowie Klöhn und Hornuf (2012). Ein konkreter Regulierungsvorschlag auf Ebene der EU existiert aktuell nicht.

4. Kapitalgeberfokussierte Crowdfunding-Literatur

Das Verhalten der Kapitalgeber ist für den Erfolg einer Finanzierung über die Crowd entscheidend. Gegenstand bisheriger Untersuchungen sind insbesondere die Motive der Kapitalgeber zur Teilnahme am Crowdfunding und die Faktoren, die die Investitionsentscheidung beeinflussen. Tabelle 2 fasst die im Folgenden diskutierten Studien zusammen.

²⁰ Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012 (H.R. 3606-10).

²¹ Bislang war es nur in England, Irland, Frankreich, den Niederlanden, der Schweiz und Australien (in der OECD) erlaubt, über Plattformen Aktien an Kleininvestoren zu veräußern (Ahlers et al. 2012). In Italien wurde in 2012 ein Gesetz verabschiedet, das den Vertrieb von Aktien über Crowdfunding-Plattformen ermöglicht (Giudici et al. 2013). Eine Betrachtung der deutschen Rechtslage findet sich bei Klöhn und Hornuf (2012) und in der Veröffentlichung der BaFin (BaFin Journal 9/2012).

Tabelle 2: Kapitalgeberfokussierte Crowdfunding-Literatur

Studie	Inhalt	Methodik
Ahlers et al. (2012)	Identifikation von Signalen, die zur Investitionsentscheidung führen	quantitativ; Daten: ASSO B
Bachmann et al. (2011)	Forschungsschwerpunkte des P2P-Lending bis 2010	Literaturstudie
Barasinska und Schäfer (2010)	Untersuchung, ob Frauen in Internet-Kreditmärkten analog zu traditionellen Kreditmärkten benachteiligt werden	quantitativ; Daten: smava.de
Berger und Gleisner (2009)	Bedeutung von Intermediären in P2P-Lending Märkten; Relevanz für Wahrscheinlichkeit der Kreditvergabe und Kreditkosten	quantitativ; Daten: Prosper.com
Berkovich (2011)	Herding-Verhalten in P2P-Lending Märkten; Rolle von soft und hard facts für die Investitionsentscheidung	quantitativ; Daten: Prosper.com
Böhme und Pötzsch (2010)	Bedeutung von soft facts im P2P-Lending; Datenschutz	quantitativ; Daten: smava.de
Burtch et al. (2012)	Zusammenhang von Investitionsentscheidungen am Bsp. öffentlicher Güter	quantitativ; Daten: US-Plattform für Online Journalismus; Web traffic; Google search trends
Duarte et al. (2012)	Vertrauensaufbau durch Erscheinungsbild und Einfluss auf Kreditwahrscheinlichkeit und Zins in P2P-Lending Märkten	quantitativ; Daten: Prosper.com
Everett (2010)	Reduktion von Informationsasymmetrien durch Beziehungsaufbau; Konsequenzen für Ausfallrisiko und Zins	quantitativ; Daten: Prosper.com
Freedman und Jin (2008)	Ökonomische Effizienz der Beurteilung von Kreditnehmern durch soziale Netzwerke (groups)	quantitativ; Daten: Prosper.com
Giudici et al. (2013)	Einfluss von sozialem Kapital auf den Erfolg von Crowdfunding-Projekten	quantitativ; Daten: 11 italienische Plattformen
Herzenstein und Andrews (2008)	Einfluss demographischer Merkmale, Finanzstärke und Anstrengungen des Kreditnehmers auf Wahrscheinlichkeit der Kreditvergabe	quantitativ; Daten: Prosper.com
Herzenstein et al. (2011a)	Untersuchung, ob im P2P-Lending Herding-Verhalten vorliegt und ökonomische Effizienz dieses Verhaltens	quantitativ; Daten: Prosper.com

Herzenstein et al. (2011b)	Relevanz von Beschreibungen der Kreditnehmer auf die Investitionsentscheidung der Kreditgeber und Ausfallwahrscheinlichkeit der Kredite	quantitativ; Daten: Prosper.com
Hildebrand et al. (2013)	Bedeutung von Anreizen im P2P-Lending Markt; Auswirkungen von Empfehlungen und Investitionen auf Investitionsverhalten anderer	quantitativ; Daten: Prosper.com
Hulme und Wright (2006)	Relevanz von Social Lending über P2P-Lending Plattformen; Nutzen und Zukunftsaussichten	qualitativ + quantitativ; Interviews (20) und Online Fragebogen (Rücklauf 1000 Stück)
Iyer et al. (2009)	Einfluss des Kredit-Ratings von Kreditnehmern auf Fundingerfolg; Bedeutung von soft facts	quantitativ; Daten: Prosper.com
Koning und Model (2013)	Analyse des Zusammenhangs zwischen Spendenhöhe zu Beginn des Crowdfundings und Finanzierungserfolg	quantitativ; Daten: DonorsChoose
Kim und Viswanathan (2013)	Untersuchung, ob frühe Investitionen von Experten Qualitätssignale für nachfolgende Investitionen aussenden	quantitativ; Daten: Appbackr
Kuppuswamy und Bayus (2013)	Analyse des Sozialverhaltens bei Crowdfunding-Transaktionen; Zusammenhang von Investitionsentscheidungen (Herding)	quantitativ; Daten: Kickstarter
Lin et al. (2009b)	Bedeutung von sozialen Netzwerken beim P2P-Lending; Auswirkungen auf Kreditvergabewahrscheinlichkeit, Zins und Ausfallwahrscheinlichkeit	quantitativ; Daten: Prosper.com
Lin et al. (2009a)	Bedeutung von sozialen Netzwerken für Kreditvergabe; Bedeutung für Zinshöhe und Ausfallwahrscheinlichkeit	quantitativ; Daten: Prosper.com
Lin und Viswanathan (2013)	Bedeutung von geographischer Nähe in Crowdfunding-Märkten; Erklärung des Home-Bias	quantitativ; Daten: Prosper.com; quasi-Experiment
Lee und Lee (2012)	Untersuchung von Herding-Verhalten in P2P-Lending Märkten	quantitativ; Daten: Popfunding.com
Liu et al. (2013)	Rolle/Funktion von Freundschaften (on- und off-line) in P2P-Lending Märkten	quantitativ; Daten: PPDai
Michels (2012)	Relevanz von freiwilligen, nicht überprüfbaren Informationen in P2P-Lending Märkten	quantitativ; Daten: Prosper.com

Fortsetzung nächste Seite

Fortsetzung Tabelle 2

Studie	Inhalt	Methodik
Mollick (2013a)	Analyse, ob Kapitalgeber im Crowdfunding gleiche Qualitätssignale haben wie Venture Capital Geber	quantitativ; Daten: Kickstarter (Technologieunternehmen)
Ordanini et al. (2011)	Untersuchung der Rolle des Kunden und der Service Provider (Plattformen)	qualitativ; Interviews; fallbeispielbasierte Untersuchung; Grounded Theory Approach
Pope und Sydnor (2011)	Bedeutung von soft facts (v. a. Alter, Rasse, Geschlecht) und Diskriminierung im P2P-Lending	quantitativ; Daten: Prosper.com
Ravina (2012)	Bedeutung von soft facts v. a. Schönheit, Rasse und Alter auf Wahrscheinlichkeit der Kreditvergabe und Zinshöhe	quantitativ; Daten: Prosper.com
Smith et al. (2013)	Untersuchung von Crowding in- oder Crowding out-Effekten im Spendenmodell	quantitativ; Daten: JustGiving und VirginMoney (Fundraising für London Marathon 2010)
Ward und Ramachandran (2010)	Beeinflussung der Teilnahme an Crowdfunding-Transaktionen im Bereich der „Experience Goods“ durch Peer-Effekte	Entwicklung eines theoretischen Modells und Test anhand von Sella-Band Archivdaten
Wash (2013)	Zusammenhang zwischen Wahrscheinlichkeit der Spende und Erreichen des Fundingziels	quantitativ; Daten: DonorsChoose
Weiss et al. (2010)	Untersuchung der Beziehung zwischen Screening der P2P-Lending Plattformen und Adverse Selection	quantitativ; Daten: Prosper.com
Yum et al. (2012)	Analyse der Bedeutung der „Weisheit der Menge“ in P2P-Lending Märkten	quantitativ; Daten: Popfunding.com
Zhang und Liu (2012)	Untersuchung, ob Herding-Verhalten in P2P-Lending Märkten vorherrscht und der Rationalität dieses Verhaltens	quantitativ; Daten: Prosper.com
Zvilichovsky et al. (2013)	Auswirkungen der Aktivitäten von Kapitalnehmern als Kapitalgeber in anderen Projekten auf eigenes Crowdfunding-Projekt (Reziprozität)	Quantitativ; Daten: Kickstarter

a) Motivationen der Kapitalgeber

Kapitalgeber im Crowdfunding sind nicht ausschließlich finanziell motiviert. Soziale Reputation und intrinsische Motive spielen eine große Rolle (Lambert und Schwienbacher 2010). Diese Motive stehen in Abhängigkeit zum jeweiligen Crowdfunding-Modell (Ordanini et al. 2011). Interviews mit Gründern und Mitarbeitern von drei Crowdfunding-Plattformen zeigen, dass die Kapitalgeber gemeinsame Merkmale aufweisen: Innovationsorientierung, Interesse an der Interaktion mit Anderen, hohe Identifikation mit dem Unternehmen bzw. dem Produkt und Interesse am finanziellen Ergebnis (Ordanini et al. 2011). Diese Ergebnisse bestätigen auch Gerber et al. (2012) in Interviews mit Kapitalnehmern und Kapitalgebern. Letztere streben nach finanziellen und nicht-finanziellen Belohnungen, unterstützen das Projekt oder Unternehmen und wollen in sozialen Netzwerken aktiv sein. Als weitere Motivationsfaktoren identifizieren Hemer et al. (2011, 41) das Interesse an der Nutzung des Produktes bzw. der Leistung, die Erlangung von Selbstbestätigung und Spaß, der mit dieser Art von Investition verbunden ist.

b) Bedeutung von sozialen Netzwerken für die Kapitalgeber

Der Wunsch zur Interaktion in sozialen Netzwerken wurde als ein wesentliches Motiv der Kapitalgeber zur Teilnahme an Crowdfunding identifiziert. Verschiedene Studien untersuchen die Wirkung der sozialen Netzwerke auf das Entscheidungsverhalten der Kapitalgeber. Netzwerke sind in der Lage, die Finanzierungswahrscheinlichkeit und die Finanzierungsbedingungen zu beeinflussen, indem sie Informationsasymmetrien reduzieren (Freedman und Jin 2008; Lin et al. 2009a; Lin et al. 2009b; Everett 2010; Liu et al. 2013; Zvilichovsky et al. 2013). Eine mögliche Strategie hierzu ist das Verhalten anderer Teilnehmer zu imitieren („Herding“) (Lee und Lee 2012; Yum et al. 2012). Herzenstein et al. (2011a) sowie Zhang und Liu (2012) stellen fest, dass das Herding-Verhalten in Crowdfunding-Märkten, im Gegensatz zu Online-Auktionsmärkten wie z. B. Ebay, eher strategisch bzw. rational ist, da es zu geringeren Ausfallraten der Kredite führt. Kuppuswamy und Bayus (2013) untersuchen Herding-Verhalten im Reward-Model und analysieren Daten der Plattform Kickstarter. Sie stellen fest, dass es nach einer hohen Anzahl an Investitionen zu Beginn des Finanzierungszeitraums oft zu einem Einbruch der Investitionstätigkeit kommt. Erst zum Ende der Finanzierungslaufzeit steigt die Zahl der Investitionen wieder an. Sie erklären dieses Phänomen mit der Erwartung der Kapitalgeber, dass Projekte mit einer hohen Anfangsunterstützung, von anderen aus der Crowd weiter finanziert werden („diffusion of responsibility effect“). Wenn die Funding-schwelle kurz vor Laufzeitende nicht erreicht ist, wird diese Erwartung

aufgegeben und die Investitionen steigen wieder an. Ein Herding-Verhalten ist nach dieser Studie im Reward-Modell nicht feststellbar. Eine Übertragbarkeit auf andere Crowdfunding-Modelle (vgl. Abschnitt II.2.) wird aber in Frage gestellt.

c) Signale bei Crowdfunding-Transaktionen

Die Bedeutung der Zeitpunkte der Investition einzelner Kapitalgeber wurde auch im Spenden-Modell untersucht. Die Ergebnisse sind übereinstimmend. Das Verhalten anderer aus der Crowd hat einen starken Einfluss auf die Investitionsentscheidung des Einzelnen (Burtch et al. 2012; Koning und Model 2013; Smith et al. 2013; Wash 2013). Dieser Signaleffekt von „Peers“ wurde auch von Ward und Ramachandran (2010) untersucht. In einem theoretischen Modell zeigen sie die Wirkung von Peer-Effekten und testen die Ergebnisse mit den Archivdaten der Plattform SellaBand. Ward und Ramachandran (2010) identifizieren einen Zusammenhang der Investitionsentscheidung mit dem Ergebnis ähnlicher Projekte, den Handlungen anderer Kapitalgeber, Popularitäts-Rankings und Blogbeiträgen. Kim und Viswanathan (2013) untersuchen Crowdfunding im mobilen Applikationsmarkt und identifizieren einen positiven Signaleffekt von frühen Investitionen durch Experten auf nachfolgende Investitionen. Empfehlungen von Freunden und Bekannten können ebenfalls Signale zur Investition aussenden (Liu et al. 2013). Beim P2P-Lending wird eine Empfehlung nach einer Untersuchung von Hildebrand et al. (2013) aber erst dann als glaubwürdiges Signal verstanden, wenn die Empfehlung durch eine spezifische Investition („skin in the game“) des Empfehlenden untermauert wird.

Ahlers et al. (2012) untersuchen, welche Signale für die Investitionsentscheidung in Crowdinvesting-Märkten relevant sind. Dazu werten sie Archivdaten der australischen Crowdinvesting-Plattform ASSOB aus. Das Ergebnis zeigt, dass positive Signale durch eine höhere Anzahl von Mitgliedern in der Unternehmensführung, deren Ausbildungsgrad und dem Umfang des sozialen Netzwerks der Unternehmer gesendet werden. Auch die Exit-Strategie, das Vorhandensein eines Finanzplans und das Alter des kapitalsuchenden Unternehmens spielen eine signifikante Rolle.

Laut Mollick (2013a) reagieren Kapitalgeber in Crowdfunding-Märkten auf ähnliche Qualitätssignale (z. B. frühere Erfolge der Unternehmer, externe Referenzen) wie Venture-Capital-Geber. Dieses Ergebnis überrascht, da die Kapitalgeber beim Crowdfunding meist keine professionellen Anleger sind und über weniger Know-How verfügen (Schwienbacher und Larralde 2010; Fink 2012; Agrawal et al. 2013; Kim und Viswanathan 2013; Mollick 2013). Verzerrungen wie bei Venture-Capital-Finan-

zierungen durch den Standort des Unternehmens (Tyebee und Bruno 1984) und das Geschlecht der Unternehmer (Harrison und Mason 2007) konnte Mollick (2013a) bei Crowdfunding-Finanzierungen hingegen nicht feststellen (Barasinska und Schäfer 2010).

Im P2P-Lending ist es üblich, dass Kreditsuchende persönliche (weiche) Informationen, wie z. B. Familienstand, Anzahl Kinder, Fotos, persönliche Beschreibungen und/oder Beschreibungen über das Vorhaben zur Verfügung stellen. Diese weichen Faktoren haben eine Wirkung auf den Vertrauensaufbau und beeinflussen die Finanzierungswahrscheinlichkeit, die Zinsen und die Ausfallwahrscheinlichkeit der Kredite (Berkovich 2011; Herzenstein et al. 2011b; Pope und Sydner 2011; Duarte et al. 2012; Ravina 2012).

Iyer et al. (2009) stellen fest, dass Kapitalgeber im Crowdfunding – ähnlich wie Banken – in erster Linie die harten Faktoren für ihre Investitionsentscheidung heranziehen. Je schlechter das Risikoringing des Kreditsuchenden ist, desto mehr werden aber auch weiche Faktoren berücksichtigt (Iyer et al. 2009; Berkovich 2011; Michels 2012). Potentielle Kapitalnehmer sollten genau abwägen, welche und wie viele persönliche Informationen für die Erreichung ihres Kreditzieles – auch unter Berücksichtigung des Datenschutzes – offengelegt werden (Böhme und Pötzsch 2010).

5. Intermediärfokussierte Crowdfunding-Literatur

Das Einschalten einer Plattform als Intermediär im Crowdfunding-Prozess kann sowohl für Kapitalnehmer als auch für Kapitalgeber Vorteile bieten. Plattformen stellen einen standardisierten Ablauf sicher und bieten ein Informations-, Kommunikations- und Abwicklungsportal. Die Übernahme dieser Funktionen kann Informationsasymmetrien und das damit verbundene Risiko für Kapitalgeber und -nehmer reduzieren (Leland und Pyle 1977; Allen und Santomero 1997; Berger und Gleisner 2009; Elsner 2013) und Vertrauen aufbauen (Greiner und Wang 2010; Burtch et al. 2013). In der Praxis haben die Plattformen unterschiedliche Geschäftsmodelle (Ordanini et al. 2011). Welches dieser Geschäftsmodelle sich für erfolgreiche Crowdfunding-Finanzierungen am besten eignet, ist bislang wenig erforscht.

Tabelle 3 fasst die identifizierten Beiträge der intermediärfokussierten Crowdfunding-Literatur zusammen.

Tabelle 3: Intermediärfokussierte Crowdfunding-Literatur

Studie	Inhalt	Methodik
Ashta und Assadi (2010)	Betrachtung des rechtlichen Umfeldes; Formen der Intermediation von Micro-Lending Webseiten in Europa	Analyse des Marktes; Erläuterung der Modelle
Chen et al. (2013)	Untersuchung des Auktionsmodells in P2P-Lending Märkten	Spieltheoretische Analyse
Giudici et al. (2012)	Literaturübersicht und Formulierung von Forschungsfragen; Business Modelle italienischer Plattformen	Literaturanalyse; Beschreibung
Gonzalez und McAleer (2011)	Untersuchung der Gemeinsamkeiten und Unterschiede der gelisteten Kredite auf Zopa.uk und Prosper.com	Analyse von jeweils 300 zufällig ausgewählten Listings der Plattformen Zopa.uk und Prosper.com
Greiner und Wang (2010)	Analyse vertrauensbildender Mechanismen für Crowdfunding-Plattformen	quantitativ; Daten: Prosper.com
Heminway (2013b)	Rolle von Plattformen in Crowdfunding-Märkten und Anforderungen des CROWDFUND Act	rechtliche Analyse
Hornuf und Klöhn (2013)	kurzer Vergleich der Exit-Modelle der Crowdfunding-Plattformen: EBIT- oder Umsatz-Multiple und Unternehmenswert	Analyse von Marktmodellen; Beispiele
Maeschle (2012a)	Analyse des „first come, first serve“-Verteilungsmodells der Plattformen	modelltheoretische Betrachtung
Maeschle (2012b)	Wirkung des Wettbewerbs der Plattformen im Crowdfunding-Markt auf Offenlegungsanforderungen für Unternehmen	modelltheoretische Betrachtung
Wash und Solomon (2013)	Untersuchung der Modelle „all-or-nothing“ und „keep-what-you-get“	Durchführung eines Crowdfunding-Spiels

Wash und Solomon (2013) untersuchen, welches Finanzierungsdesign Crowdfunding-Plattformen wählen sollten: die Rückzahlungsregelung („all-or-nothing“) oder die direkte Finanzierungsregel („keep-what-you-get“). Im Falle des „all-or-nothing“-Modells kommt es nur zu einer Auszahlung an die Kapitalnehmer, wenn eine definierte Fundingschwelle erreicht wird. Beim „keep-what-you-get“-Modell werden alle gesammelten Beträge ausgezahlt. Wash und Solomon (2013) führten ein Crowdfunding-Spiel mit insgesamt 168 Teilnehmern in 14 experimentellen Sitzun-

gen durch. Die Spieler zeigten die Tendenz, bei einer Rückzahlungsregelung insgesamt einen höheren Betrag als bei der direkten Finanzierungsmethode zu investieren. Es erreichen allerdings weniger Projekte die festgelegte Finanzierungsschwelle, da stärker zwischen verschiedenen Projekten gesplittet wird. Wash und Solomon (2013) empfehlen das „all-or-nothing“-Modell für Plattformen, die risikoreiche Projekte für Kapitalgeber anbieten. Jedoch sollten nur wenige Projekte gleichzeitig den Kapitalgebern zur Investition angeboten werden. Eine zu starke Streuung der Investitionen ist zu verhindern, damit die angebotenen Projekte auch eine Chance haben, die Finanzierungsschwelle zu erreichen.

Chen et al. (2013) untersuchen, ob Auktionsmodelle der Plattformen für die Marktteilnehmer zu einem optimalen Ergebnis führen. Hierzu legen sie das bei Prosper.com bis 2010 verwendete Auktionsverfahren zugrunde, wonach der Zins durch das Interesse der Kapitalgeber, Kapital bereitzustellen, bestimmt wird. Sie stellen fest, dass dieses Auktionsverfahren nicht zu dem zinsgünstigsten Kredit für die Kapitalnehmer führt. Zudem ist dieses Verfahren für Kapitalgeber komplizierter und intransparenter als ein Festzins-Modell.

Maeschle (2012a) untersucht das bei den Crowdfunding-Plattformen häufig verwendete „first come, first serve“-Prinzip. Hierbei kommt es zu einem „harten Ende“ der Finanzierung, sobald das Fundinglimit²² erreicht ist. Zur Erreichung eines optimalen Finanzierungsergebnisses sprechen bei einem Überhang an interessierten Kapitalgebern²³ mehrere Argumente gegen dieses Modell. Einzelne, schnelle und gut informierte Kapitalgeber können durch hohe Investitionen eine breite Streuung der Unternehmensanteile verhindern. Damit erhöht sich auch das Risiko eines Kontrollverlustes des Unternehmers über sein Unternehmen. Es kommt so zu einer Benachteiligung weniger gut informierter und langsamer Kapitalgeber. Des Weiteren werden frühe Investoren, trotz der höheren Informationskosten, gleichbehandelt. Eine mögliche „free-rider“-Strategie könnte Kapitalgeber davon abhalten, die „first-mover“-Rolle zu übernehmen und dazu führen, dass Crowdfunding-Projekte aufgrund fehlender Anfangsinvestitionen nicht finanziert werden.

In einer zweiten Studie untersucht Maeschle (2012b) die Auswirkungen des steigenden Konkurrenzdrucks der Crowdfunding-Plattformen auf die Offenlegungsanforderungen der Unternehmen. Aus der bestehenden empirischen Forschung zu Erfolgs- und Misserfolgskriterien junger

²² Plattformen legen häufig eine maximale Finanzierungssumme (Fundinglimit) fest.

²³ D. h. die Finanzierung wird aufgrund der Erreichung des Fundinglimits geschlossen, obwohl noch Kapitalgeber bereit wären zu investieren.

Unternehmen (z. B. Harhoff et al. 1998; Prantl 2003) leitet Maeschle (2012b) eine Liste wesentlicher Informationen zur Reduktion von Informationsasymmetrien für Kapitalgeber ab. Plattformen sollten demnach Informationen über das Unternehmen (v. a. Unternehmensgröße, Rechtsform, Eigentümerstruktur, Industrie, Standort), über die Finanzen des Unternehmens (v. a. die Bilanz) und über die Unternehmer (v. a. Bildungsgrad, Alter, Team) (Kraus et al. 2008) veröffentlichen.

IV. Zusammenfassung und offene Forschungsfragen

Unser Beitrag gibt einen Überblick über die bisherigen Forschungsschwerpunkte in der Crowdfunding-Literatur. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf Unternehmen als Kapitalnehmer. Die Crowdfunding-Forschung wurde durch die Suche nach Finanzierungsalternativen für Start-up Unternehmen (insb. zur Verringerung des Early-Stage-Gap) und die starke Zunahme des Crowdfundings in jüngster Zeit gefördert. Die Verabschiedung des JOBS Act in 2012 in den USA spielt ebenfalls eine große Rolle.

Unsere Synopse hat folgende Forschungsschwerpunkte identifiziert: Die Motivationsfaktoren der über die Crowd finanzierten Kapitalnehmer sowie die Motivation der Kapitalgeber sind wichtige Forschungsgebiete. Die Gründe zur Durchführung von und zur Teilnahme an Crowdfunding sind Gegenstand mehrerer, vor allem qualitativ-empirischer, Untersuchungen. Die Betrachtung der Erfolgsfaktoren sowie die Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen im jeweiligen nationalen Kontext sind weitere Forschungsschwerpunkte. Der Crowdfunding-Markt ist durch starke Informationsasymmetrien zwischen den Marktakteuren gekennzeichnet. Das Senden von Qualitätssignalen und das Vorhandensein sozialer Netzwerke sind Möglichkeiten, diese Informationsasymmetrien zu reduzieren und Gegenstand mehrerer Forschungspapiere. Studien zur Relevanz von Crowdfunding-Plattformen und zur Wahl ihres optimalen Geschäftsmodells sind bislang nur vereinzelt zu finden.

Die Forschung zum Crowdfunding befindet sich noch in den Anfängen. Quantitativ-empirische Studien liegen nur vereinzelt vor. Aus der in diesem Beitrag erfolgten Synopse der Crowdfunding-Literatur und der gewählten Strukturierung in kapitalnehmer-, kapitalgeber- und intermediärfokussierte Literatur, leiten wir Forschungsfragen für zukünftige Forschung ab. Der Schwerpunkt liegt hierbei – wie auch in unserer Synopse – auf der Finanzierung von Unternehmen.

1. Kapitalnehmerfokussierte Forschungsfragen

- *Für welche Unternehmen ist Crowdfunding geeignet?*

Crowdfunding ist eine neue Finanzierungsmöglichkeit. Die speziellen Charakteristiken des Crowdfundings lassen aber darauf schließen, dass diese Finanzierungsform nicht für alle Unternehmen gleichermaßen geeignet ist. Für welche Unternehmen ist eine Finanzierung über die Crowd geeignet und welche Auswirkungen hat Crowdfunding auf den Unternehmenserfolg?

- *Inwieweit schließt Crowdfunding den Early-Stage-Gap?*

Ob Crowdfunding die erhoffte Wirkung zur Schließung der Finanzierungslücke von kleinen und mittleren Unternehmen haben kann, ist aufgrund des sehr jungen Marktes noch nicht abzusehen. Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge müssen erst aufgedeckt werden, um Marktversagen aufgrund von Ineffizienzen oder Reputationsverlusten zu verhindern. Auch das Zusammenspiel von Crowdfunding und den traditionellen Finanzierungsquellen spielt in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle. Wie hoch ist die Bereitschaft von Kapitalgebern wie Venture Capital Fonds oder Banken, über Crowdfunding finanzierte Unternehmen weiter zu finanzieren?

- *Inwieweit sollte der Crowdfunding-Markt reguliert werden?*

Das Wachstum des Marktes und die deutlich steigende Anzahl an Crowdfunding-Plattformen können dazu führen, dass mehr Unternehmen diese Finanzierungsform wählen (Klöhn und Hornuf 2012). Kritische Stimmen sehen hier eine steigende Gefahr von Betrugsfällen (Hazen 2012; Hornuf und Klöhn 2013; Wroldsen 2013). Es ist unklar, inwieweit der Markt im Stande ist, sich selbst zu regulieren (Fink 2012) oder ob eine externe Regulierung notwendig ist (Cumming und Johan 2013).

2. Kapitalgeberfokussierte Forschungsfragen

- *Welche Auswahlkriterien wenden Kapitalgeber im Crowdfunding bei Ihrer Investitionsentscheidung an?*

Die für die Investitionsentscheidung der Kapitalgeber im Crowdfunding relevanten Kriterien sind bislang nur in Ansätzen untersucht. Ein Rückgriff auf die Venture Capital Forschung kann hier Erklärungsansätze liefern. Ob die Kapitalgeber beim Crowdfunding ähnliche Kriterien wie professionelle Risikokapitalgeber heranziehen, könnte untersucht werden. Das Gründerteam, der Schutz des geistigen Eigentums durch Patente oder die Innovativität des Geschäftsmodells bzw. des Produktes könnten u. a. eine Rolle spielen (Baum und Silverman 2004; Franke et al.

2008; Jell et al. 2011). Ob diese Faktoren auch für die Crowd entscheidend sind oder ob die Investitionsentscheidung stärker durch emotionale Aspekte, Herdentrieb oder altruistische Motive geprägt wird, ist noch zu erforschen.

- *Welche Qualitätssignale können Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern reduzieren?*

Das maximale Ausfallrisiko eines Kapitalgebers ist der Totalverlust. Die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios ist für Kapitalgeber aufgrund hoher Informationsasymmetrien in Crowdfunding-Märkten äußerst schwierig. Im Gegensatz zu Business Angels oder Venture Capital-Gebern kann die Crowd Informationsasymmetrien durch eine Detailprüfung der Kapitalnehmer schwer abbauen. Ergebnisse der Venture Capital-Forschung zeigen verschiedene Alternativen zum Abbau von Informationsasymmetrien auf (Baum und Silverman 2004; Audretsch et al. 2012; Block et al., in press). Das Aussenden von Qualitätssignalen (z. B. mittels Patenten, Trademarks, Allianzen und Bildungsabschlüssen) durch die Kapitalnehmer stellt eine solche Möglichkeit dar (Agrawal et al. 2013). Die Identifikation der für die Investitionsentscheidung relevanten und wahrgenommenen Signale kann einen wichtigen Beitrag zum Erfolg des Crowdfundings leisten.

- *Welche Rolle spielen soziale Netzwerke für das Crowdfunding?*

Empirische Untersuchungen des P2P-Lending identifizieren soziale Netzwerke als wichtige Aspekte der Kreditentscheidung. Soziale Netzwerke informieren und motivieren Kapitalgeber und beeinflussen so die Investitionsentscheidung. Über die Bedeutung von sozialen Netzwerken im Crowdfunding ist bislang wenig bekannt.

3. *Intermediärfokussierte Forschungsfragen*

- *Welche Geschäftsmodelle der Plattformen führen zu einem optimalen Ergebnis für Kapitalgeber und -nehmer?*

Plattformen, als Intermediäre, nehmen eine wichtige Rolle im Crowdfunding-Markt ein. Sie unterstützen bei der Reduktion von Informationsasymmetrien (Belleflamme et al. 2012) und helfen eine Vertrauensbasis für Kapitalnehmer und Kapitalgeber zu schaffen (Agrawal et al. 2013; Heminway 2013b; Vass 2013). Bei zu hohen Verlusten und Ausfallraten ist ein Vertrauensverlust der Kapitalgeber in Crowdfunding und die jeweilige Plattform zu erwarten. Welche Geschäftsmodelle der Plattformen in diesem Zusammenhang am besten zur Reduktion von Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgeber und -nehmer geeignet sind, ist bislang wenig erforscht.

- *Welche Offenlegungsanforderungen sollten Plattformen an Kapitalnehmer stellen?*

Kapitalnehmer sollten Informationen bereitstellen, die es den Plattformen und Kapitalgebern erlauben, das mit dem Investment verbundene Risiko einzuschätzen. Die Offenlegung sensibler Informationen birgt aber Risiken für den Kapitalnehmer (z. B. Imitation des Geschäftsmodells durch Wettbewerber). Der optimale Umfang der Informationsbereitstellung ist zu identifizieren.

Unser Literaturüberblick zeigt, dass bisher wenig aus wissenschaftlicher Perspektive über Crowdfunding bekannt ist. Diese Lücke zu füllen ist aus Praxisperspektive zur Weiterentwicklung dieser noch jungen Finanzierungsform geboten und aus wissenschaftlich-theoretischer Perspektive interessant. Das Thema Crowdfunding bietet vielfältige Anknüpfungspunkte zu anderen Forschungsgebieten der Gründungs-, Mittelstands- und Innovationsfinanzierung und kann so auf bestehenden Theorien aufbauen.

Literatur

- Agrawal, A., Catalini, C. und Goldfarb, A. (2011): The geography of crowdfunding, NBER Working Paper Series No. 16820.**
- (2013): *Some Simple Economics of Crowdfunding*, in: *Innovation Policy and the Economy*, 14, University of Chicago Press.*
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C. und Schweizer, D. (2012): Signaling in Equity Crowdfunding, SSRN Working Paper 2161587.**
- Aitamurto, T. (2011): The impact of Crowdfunding for Journalism, in: Journalism Practise*, 5 (4), 429 – 445.*
- Allen, F. und Santomero, A. (1997): The theory of financial intermediation, in: Journal of Banking & Finance*, 21 (11-12), 1461–1485.
- Ashta, A. und Assadi, D. (2010): An Analysis of European Online micro-lending Websites, in: Innovative Marketing*, 6 (2), 7–17.*
- Audretsch, D. B., Bönte, W. und Mahagaonkar, P. (2012): Financial signaling by innovative nascent ventures: The relevance of patents and prototypes, in: Research Policy*, 41 (8), 1407–1421.
- Bachmann, A., Becker, A., Buerckner, D., Hilker, M., Kock, F., Lehmann, M. und Tiburtius, P. (2011): Online Peer-to-Peer Lending – A Literature Review, in: Journal of Internet Banking and Commerce*, 16 (2).*
- Barasinska, N. und Schäfer, D. (2010): Does Gender Affect Funding Success at the Peer-to-Peer Credit Markets? Evidence from the Largest German Lending Platform, DIW Discussion Paper, 1094/2010.**
- Baum, J. A. C. und Silverman, B. S. (2004): Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups, in: Journal of Business Venturing*, 19 (3), 411–436.

- Beck, R.* (2012): *Crowdinvesting: Die Investition der Vielen*, 1. Aufl., Düsseldorf.
- Belleflamme, P., Lambert, T. und Schwienbacher, A.* (2010): *Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective*, SSRN Working Paper 2151179.*
- (2012): *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, CORE Discussion Paper No. 2011/32, SSRN Working Paper 1578175.*
 - (2013): *Individual Crowdfunding Practices*, in: *Venture Capital*, (ahead-of-print), 1–21.*
- Berger, A. und Udell, G.* (1998): *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, in: *Journal of Banking & Finance*, 22 (6), 613–673.
- Berger, S. und Gleisner, F.* (2009): *Emergence of financial intermediaries in electronic markets: The case of online P2P lending*, in: *BuR Business Research Journal*, Official Open Access Journal of VHB, 2 (1), 39–65.*
- Berkovich, E.* (2011): *Search and herding effects in peer-to-peer lending: evidence from prosper.com*, in: *Annals of Finance*, 7 (3), 389–405.*
- Block, J., De Vries, G., Schuman, J. und Sandner, P.* (im Druck): *Trademarks and venture capital valuation*, in: *Journal of Business Venturing*.
- Block, J. und Sandner, P.* (2009): *What is the effect of the financial crisis on venture capital financing? Empirical evidence from US Internet start-ups*, in: *Venture Capital*, 11 (4), 295–309.
- Böhme, R. und Pöttsch, S.* (2010): *Social lending aus der Perspektive des Datenschutzes*, in: *Freiling, F. (Hrsg.): Sicherheit 2010 – Sicherheit, Schutz und Zuverlässigkeit*, Bonn, 317–328.*
- Brabham, D. C.* (2008): *Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An Introduction and Cases*, in: *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies*, 14 (1), 75–90.
- Bradford, C.* (2012): *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in: *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012 (1), 1–150.*
- Burtch, G., Ghose, A. und Wattal, S.* (2012): *An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets*, SSRN Working Paper 1928168.*
- (2013): *Cultural Differences and Geography as Determinants of Online Pro-Social Lending*, SSRN Working Paper 2271298.*
- Chen, N., Ghosh, A. und Lambert, N. S.* (2013): *Auctions for social lending: A theoretical analysis*, in: *Games and Economic Behavior*, 1, 1–25.*
- Cohn, S.* (2012): *The new crowdfunding registration exemption: Good Idea, Bad Execution*, SSRN Working Paper 2066016.*
- Cumming, D. und Johan, S.* (2013): *Demand Driven Securities Regulation: Evidence from Crowdfunding*, SSRN Working Paper 2255229.*
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R. und Marom, D.* (2012): *A Framework for European Crowdfunding*, European Crowdfunding Network.*
- Duarte, J., Siegel, S. und Young, L.* (2012): *Trust and Credit: The Role of Appearance in Peer-to-Peer Lending*, in: *Review of Financial Studies*, 25 (8), 2455–2484.*
- Duygan-Bump, B., Levkov, A. und Montoriol-Garriga, J.* (2011): *Financing Constraints and Unemployment: Evidence from the Great Recession*, Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper No. QAU10-6.

- Elsner, D.* (2013): Corporate Crowdfunding, in: Everling, O. und Lempka, R. (2013): Finanzdienstleister der nächsten Generation – Die neue digitale Macht der Kunden, 1. Aufl., Frankfurt: Frankfurt School Verlag, 401–422.
- Everett, C.* (2010): Group membership, relationship banking and loan default risk: the case of online social lending, SSRN Working Paper 1114428.*
- Feller, J., Gleasure, R. und Treacy, S.* (2013): From the Wisdom to the Wealth of Crowds: A Metatriangulation of Crowdfunding Research, TOTO Research Project 2013.01 V2.*
- Fink, A.* (2012): Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act, SSRN Working Paper 2046051.*
- Franke, N., Gruber, D., Harhoff, D. und Henkel, J.* (2008): Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience, in: Entrepreneurship Theory and Practice, 32 (3), 459–483.
- Freedman, S. und Jin, G.* (2008): Do social networks solve information problems for peer-to-peer lending? Evidence from prosper. com, SSRN Working Paper 1304138.*
- Gerber, E. M., Hui, J. S. und Kuo, P.* (2012): Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms, Northwestern University, Creative Action Lab.*
- Giudici, G., Guerini, M. und Rossi-Lamastra, C.* (2013): Why Crowdfunding Projects can Succeed: The Role of Proponents' Individual and Territorial Social Capital, SSRN Working Paper 2255944.*
- Giudici, G., Nava, R., Rossi Lamastra, C. und Verecondo, C.* (2012): Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?, SSRN Working Paper 2157429.*
- Gonzalez, L. und McAleer, K.* (2011): Online Social Lending: A peak at US Prosper and UK Zopa, in: Journal of Accounting, Finance and Economics, 1 (2), 26–41.*
- Greiner, M. E. und Wang, H.* (2010): Building Consumer-to-Consumer Trust in E-Finance Marketplaces: An Empirical Analysis, in: International Journal of Electronic Commerce, 15 (2), 105–136.*
- Griffin, Z. J.* (2012): Crowdfunding: Feeding the American Masses, SSRN Working Paper 2030001.*
- Harhoff, D., Stahl, K. und Woywode, M.* (1998): Legal Form, Growth and Exit of West German Firms – Empirical Results for Manufacturing, Construction, Trade and Service Industries, in: The Journal of Industrial Economics, XLVI (4), 453–488.
- Harrison, R. und Mason, C.* (2007): Does gender matter? Women business angels and the supply of entrepreneurial finance, in: Entrepreneurship Theory and Practice, 31 (3), 445–472.
- Harzer, A.* (2013): Erfolgsfaktoren im Crowdfunding, Menschen – Märkte – Medien – Management: Schriftenreihe, Band 7.
- Hazen, T.* (2012): Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure, in: NCL Rev., 90, 1735–1769.*
- Hemer, J.* (2011): A snapshot on crowdfunding, Working Papers Firms and Region, Nr. R2/2011, Fraunhofer ISI.*

- Hemer, J., Schneider, U., Dornbusch, F. und Frey, S.* (2011): Crowdfunding und andere Formen informeller Mikrofinanzierung in der Projekt- und Innovationsfinanzierung, Stuttgart: Fraunhofer Verlag.*
- Heminway, J.* (2013a): What is a Security in the Crowdfunding Era?, SSRN Working Paper 2210162.*
- (2013b): The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act, in: UC Davis Business Law Journal, 13, 177–205.*
- Heminway, J. und Hoffman, S.* (2011): Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933, in: Tenn. L. Rev., 78 (879), 879–972.*
- Herzenstein, M. und Andrews, R.* (2008): The democratization of personal consumer loans? Determinants of success in online peer-to-peer lending communities, SSRN Working Paper 1147856.*
- Herzenstein, M., Dholakia, U. M. und Andrews, R. L.* (2011a): Strategic herding behavior in peer-to-peer loan auctions, in: Journal of Interactive Marketing, 25 (1), 27–36.*
- Herzenstein, M., Sonenshein, S. und Dholakia, U. M.* (2011b): Tell me a good story and I may lend you money: The role of narratives in peer-to-peer lending decisions, in: Journal of Marketing Research, XLVIII (Special Issue 2011), 138–149.*
- Hienerth, C. und Riar, F.* (2013): The Wisdom of the Crowd vs. Expert Evaluation: A Conceptualization of Evaluation Validity, Paper to be presented at the 35th DRUID Celebration Conference 2013, Barcelona, Spain, June 17–19.*
- Hildebrand, T., Puri, M. und Rocholl, J.* (2013): Adverse Incentives in Crowdfunding, SSRN Working Paper 1615483.*
- Hornuf, L. und Klöhn, L.* (2013): Crowdinvesting und Portfoliodiversifizierung – Eine rechtsökonomische Analyse, in: Venture Capital Magazin, 2/2013, 34–35.*
- Howe, J.* (2006): The rise of crowdsourcing, in: Wired magazine, 14.06.
- Hui, J., Gerber, E. und Greenberg, M.* (2012): Easy Money? The Demands of Crowdfunding Work, Northwestern University, Segal Design Institute, Technical Report No. 4.*
- Hulme, M. und Wright, C.* (2006): Internet based social lending: Past, present and future, in: Social Futures Observatory, October 2006.*
- Ingram, C. und Teigland, R.* (2013): Crowdfunding among IT Entrepreneurs in Sweden.*
- Iyer, R., Khwaja, A., Luttmer, E. und Shue, K.* (2009): Screening in new credit markets: Can individual lenders infer borrower creditworthiness in peer-to-peer lending?, NBER Working Paper Series No. 15242.*
- Jell, F., Block, J. H. und Henkel, J.* (2011): Innovativität als Kriterium bei Venture-Capital-Investitionsentscheidungen, in: Kredit und Kapital, 44 (4), 509–541.
- Kappel, T.* (2009): Ex ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the US, in: Loy. LA Ent. L. Rev., 29 (3), 375–385.*
- Kassinger, T. W., Kaufmann, Z. D. und Traeger, L.* (2013): Democratizing Entrepreneurship: An Overview of the Past, Present, and Future of Crowdfunding, in: Securities Regulation & Law Report, 45 (5), 208–217.*
- Kim, K. und Viswanathan, S.* (2013): The Experts in the Crowd: The Role of Reputable Investors in a Crowdfunding Market, SSRN Working Paper 225824.*
- Klaebe, H. und Laycock, R.* (2012): How to work the crowd: a snapshot of barriers and motivations to crowdfunding, Artsupport Australia, QUT, July 2012.*

- Klafft, M.* (2008): Online Peer-to-Peer Lending: A Lenders' Perspective, SSRN Working Paper 1352352.*
- Kleemann, F., Vofß, G. und Rieder, K.* (2008): Un (der) paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing, in: *Science, Technology & Innovation Studies*, 4 (1), 5–26.
- Klöhn, L. und Hornuf, L.* (2012): Crowdinvesting in Deutschland – Markt, Rechtslage und Regelungsperspektive, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft ZBB*, 24 (4), 237–266.*
- Koning, R. und Model, J.* (2013). When Nothing is Better than Something Cognitive status and the hazard of small early investments. SSRN Working Paper 2308161.*
- Kortleben, H. und Vollmar, B.* (2012): Crowdinvesting – eine Alternative in der Gründungsfinanzierung?, *Forschungspapiere PFH*, No. 2012/06.*
- Kraus, S., Schulz, A. C. und Halberstadt, J.* (2008): Humankapital als Erfolgsfaktor für Unternehmensgründungen, in: *Schwithal, T. T., Duensing, M. und Tredop, D.* (Hrsg.): *Kapital, Kompetenz, Konflikte*, Oldenburg: BIS-Verlag, 111–124.
- Krogh, G. von, Rossi-Lamastra, C. und Haefliger, S.* (2012): Phenomenon-based Research in Management and Organisation Science: When is it Rigorous and Does it Matter?, in: *Long Range Planning*, 45 (4), 277–298.
- Kuppuswamy, V. und Bayus, B. L.* (2013): Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter, SSRN Working Paper 2234765.*
- Lambert, T. und Schwienbacher, A.* (2010): An Empirical Analysis of Crowdfunding, SSRN Working Paper 1578175.*
- Lee, E. und Lee, B.* (2012): Herding behavior in online P2P lending: An empirical investigation, in: *Electronic Commerce Research and Applications*, 11 (5), 495–503.*
- Lehner, O. M.* (2013): Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda, in: *Routledge Venture Capital Journal*, 15 (3).*
- Leimeister, J. M.* (2012): Crowdsourcing: Crowdfunding, Crowd voting, Crowdcreation, in: *Zeitschrift für Controlling und Management (ZFCM)*, 56 (2012), 388–392.
- Leland, H. und Pyle, D.* (1977): Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, in: *The Journal of Finance*, 32 (2), 371–387.
- Ley, A. und Weaven, S.* (2011): Exploring Agency Dynamics of Crowdfunding in Start-up Capital Financing, in: *Academy of Entrepreneurship Journal*, 17 (1), 85–110.*
- Lin, M., Prabhala, N. und Viswanathan, S.* (2009a): Judging Borrowers by the company they keep: social networks and adverse selection in online Peer-to-Peer lending, *Western Finance Association 2009, Annual Meeting Paper*.*
- (2009b): Social networks as signaling mechanisms: Evidence from online peer-to-peer lending, *WISE 2009, Working Paper*.*
- Lin, M. und Viswanathan, S.* (2013): Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of an Online Crowd Funding Market, SSRN Working Paper 2219546.*
- Liu, D., Lu, Y. und Brass, D.* (2013): Friendships in Online Peer-to-Peer Lending: Pipes, Prisms, and Social Herding, SSRN Working Paper 2251155.*

- Mach, T. L. und Carter, C. M. und Slattery, C. (2013):* Peer-to-peer lending to small businesses, Federal Reserve System Community Development Research Conference.*
- Maeschle, O. (2012a):* Rationing of excessive demand on crowdfunding-platforms, Thünen-Series of Applied Economic Theory, Working Paper No. 126.*
- (2012b): Which information should entrepreneurs on German crowdfunding-platforms disclose?, Thünen-Series of Applied Economic Theory, Working Paper No. 127.*
- Martin, T. (2012):* The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd, SSRN Working Paper 2040953.*
- Martínez-Cañas, R. (2012):* Crowdfunding And Social Networks In The Music Industry: Implications, in: International Business & Economics Research Journal, 11 (13), 1471–1476.*
- Meinshausen, S., Schiereck, D. und Stimeier, S. (2012):* Crowdfunding als Finanzierungsalternative – Innovative Ansätze in der Unternehmensfinanzierung, in: WiSt, 41 (11), 583–588.*
- Michels, J. (2012):* Do Unverifiable Disclosures Matter? Evidence from Peer-to-Peer Lending, in: The Accounting Review, 87 (4), 1385–1413.*
- Mitra, D. (2012):* The Role of Crowdfunding in Entrepreneurial Finance, in: Delhi Business Review, 13 (2), 67–72.*
- Mollick, E. (2013a):* Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs, SSRN Working Paper 2239204.*
- (2013b): The Dynamics of Crowdfunding: Determinants of Success and Failure, in: Forthcoming in the Journal of Business Venturing, SSRN Working Paper 2088298.*
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M. und Parasuraman, A. (2011):* Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms, in: Journal of Service Management, 22 (4), 443–470.*
- Pope, D. und Sydnor, J. (2011):* What's in a Picture? Evidence of Discrimination from Prosper. com, in: Journal of Human Resources, 46 (1), 53–92.*
- Pope, N. (2011):* Crowdfunding Microstartups: It's Time for the Securities and Exchange Commission to approve a small Offering Exemption, in: U. of Pennsylvania Journal of Business Law, 13 (4), 101–129.*
- Prantl, S. (2003):* Bankruptcy and Voluntary Liquidation: Evidence for New Firms in East and West Germany after Unification, ZEW Discussion Paper 03-72.
- Ravina, E. (2012):* Love & Loans: The Effect of Beauty and Personal Characteristics in Credit Markets, SSRN Working Paper 107307.*
- Robb, A. und Robinson, D. (2012):* The capital structure decisions of new firms, in: Review of Financial Studies, July 2012.
- Röthler, D. und Wenzlaff, K. (2011):* Crowdfunding Schemes in Europe, EENC Report, 09/2011.*
- Saxton, G. D. und Wang, L. (2013):* The Social Network Effect: The Determinants of Giving Through Social Media, SSRN Working Paper 2247138.*
- Schwienbacher, A. und Larralde, B. (2012):* Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures, in: Cumming, D. (Hrsg.): The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, New York: Oxford University Press, 369–391.*

- Smith, S., Windmeijer, F. und Wright, E. (2013):* Peer effects in charitable giving: Evidence from the (running) field, The Centre For Market and Public Organisation, Working Paper 13/302.*
- Stemler, A. R. (2013):* The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power – and money – of the masses, in: *Business Horizons*, 56 (3), 271–275.*
- Surowiecki, J. (2004):* *The Wisdom of Crowds*, New York: Anchor Books.
- Tyebee, T. und Bruno, A. (1984):* A model of venture capitalist investment activity, in: *Management science*, 30 (9), 1051–1066.
- Vass, T. E. (2013):* Adding A Metro Geographical Component To An Equity Crowd Funding Project, SSRN Working Paper 2233130.
- Ward, C. und Ramachandran, V. (2010):* Crowdfunding the next hit: Microfunding online experience goods, *Computational Social Science and the Wisdom of Crowds (NIPS 2010)*.*
- Wash, R. (2013):* The Value of Completing Crowdfunding Projects, Proceedings of the International Conference on Weblogs and Social Media (ICWSM), Boston, MA, July 2013.*
- Wash, R. und Solomon, J. (2013):* Crowdfunding and the Return Rule: Reducing Risk but Increasing Spread, Working Paper.*
- Weiss, G., Pelger, K. und Horsch, A. (2010):* Mitigating Adverse Selection in P2P Lending – Empirical Evidence from Prosper. com, SSRN Working Paper 1650774.*
- Wheat, R. E., Wang, Y., Byrnes, J. E. und Ranganathan, J. (2013):* Raising money for scientific research through crowdfunding., in: *Trends in ecology & evolution*, 28 (2), 71–72.*
- Wroldsen, J. S. (2013):* The Social Network and the CROWDFUND Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists Dilution of the Crowd, SSRN Working Paper 2141015.*
- Yum, H., Lee, B. und Chae, M. (2012):* From the wisdom of crowds to my own judgment in microfinance through online peer-to-peer lending platforms, in: *Electronic Commerce Research and Applications*, 11 (5), 469–483.*
- Zhang, J. (2013):* The Wisdom of Crowdfunding, in: *Communities & Banking*, Winter 2013, 30–31.
- Zhang, J. und Liu, P. (2012):* Rational Herding in Microloan Markets, in: *Management Science*, 58 (5), 892–912.*
- Zvilichovsky, D., Inbar, Y. und Barzilay, O. (2013):* Playing Both Sides of the Market: Success and Reciprocity on Crowdfunding Platforms, SSRN Working Paper 2304101.*

* in der Synopse berücksichtigte Artikel