

An die
Vorsitzende des Finanzausschusses des
Deutschen Bundestages
Frau MdB Ingrid Arndt-Brauer
Platz der Republik 1
11011 Berlin

Jamal el Mallouki
Vorsitzender des Vorstands
T +49 30 - 6098 89525
F +49 30 - 2332 89291
E jamal.elmallouki@bundesverband-crowdfunding.de

Berlin, 21. April 2017

**Per E-Mail:
finanzausschuss@bundestag.de**

Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdienstleisterrichtlinie (BT-Drucksache 18/11495) sowie zu dem „Bericht der Bundesregierung über die Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3. Juli 2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in §§ 2a bis 2c des Vermögensanlagengesetzes“ am 26. April 2017

- Schriftliche Stellungnahme -

Sehr geehrte Frau Vorsitzende,

vielen Dank für die freundliche Einladung zur öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses zum vorbezeichneten Gesetzentwurf und für die Gelegenheit zur schriftlichen Stellungnahme, die wir gerne wahrnehmen. Ergänzend dürfen wir auf unsere Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz vom 8. September 2016¹ verweisen.

1. Erweiterung der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen auf sämtliche Vermögensanlagen im Sinne des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG)

Wir begrüßen die Erwägungen der Bundesregierung, den Anwendungsbereich der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen nach § 2a VermAnlG auf sämtliche Vermögensanlagen des VermAnlG auszuweiten.²

Die Beschränkung auf partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen“ ist unseres Erachtens sachlich nicht geboten und sowohl im Verbraucherschutzinteresse als auch mit Blick auf die

¹ „**BVCF-Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz**“, beigefügt als **Anlage 3**, online verfügbar unter <http://www.bundesverband-crowdfunding.de/kasg-evaluation/>

² Bericht der Bundesregierung über die Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 03. Juli 2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in §§ 2a bis 2c des Vermögensanlagengesetzes vom 15. Februar 2017 („**Evaluierungsbericht**“), Seite 9.

Kapitalnehmer kontraproduktiv.³ Um in verschiedensten Finanzierungssituationen einen für beide Vertragsparteien angemessenen Interessenausgleich darstellen zu können, ist ein breiteres Instrumentarium erforderlich.

Die Bundesregierung weist zu Recht darauf hin, dass die derzeit von der Befreiung erfassten Vermögensanlagen für Anleger unter Umständen mit einem höheren Risiko verbunden sind als bisher nicht erfasste Vermögensanlagen und dass durch die Begrenzung die Etablierung weiterer Finanzierungsformen verhindert wird.

Formulierungsvorschlag⁴:

§ 2a Abs. 1 VermAnlG: „Die §§ ... sind nicht anzuwenden auf Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Abs. 2 **Nummer 3, 4 und 7**, wenn ...“

2. Projekte zur Immobilienfinanzierung

Dem Vorschlag, Projekte zur Immobilienfinanzierung aus der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen auszunehmen, stimmen wir als Verband nicht zu.

Immobilien-Crowdfunding bietet Kleinanlegern eine Möglichkeit zur Portfolio-Diversifikation, die durch geringe Mindestinvestments und kurze Laufzeiten gekennzeichnet ist. Bisher hat es in diesem Segment keinerlei Ausfälle gegeben, was nicht zuletzt auf die sorgfältige Projektauswahl der Plattformen zurückzuführen ist.

Darüber hinaus fließt die Finanzierung – die im Regelfall wirtschaftlich komplementär zu Bankdarlehen ausgestaltet ist, also durch solche nicht ersetzt werden könnte – zum Großteil in den Neubau von Wohnimmobilien. Aufgrund der Wohnraumsituation in Deutschland sollte es ein politisches Ziel sein, Investitionen in die Erstellung von Wohnimmobilien zu fördern. Die Finanzierung fließt dabei ganz überwiegend der Angebotsseite zu (Finanzierung des Neubaus oder der Renovierung von Immobilien durch Projektentwickler), nicht der Nachfrageseite (Finanzierung des Kaufs von Immobilien). Sie erhöht also das Immobilien-Angebot und wirkt dadurch ganz im Sinne der Finanzstabilität Preissteigerungen und Überbewertungen auf dem Immobilienmarkt gerade entgegen.

Die im Evaluierungsbericht geäußerten Befürchtungen, Crowdfunding für Immobilien-Projektentwicklungen könne zu einer Überhitzung des Immobilienmarktes beitragen⁵, können wir daher nur schwierig nachvollziehen; vielmehr scheint uns das Gegenteil der Fall zu sein.

Hinzu kommt, dass ein sinnvolles Kriterium zur Abgrenzung von Immobilienfinanzierungen von anderen Arten der Finanzierung, insbesondere von der Unternehmensfinanzierung, nicht erkennbar ist. Die über die Plattformen häufig finanzierten Immobilien-Projektentwicklungen werden beispielsweise auch nach Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) als operative, unternehmerische Tätigkeit eingeordnet⁶.

³ Näher BVCF-Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz, Seite 4; *Riethmüller*, Stellungnahme zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes“ (BT-Drucksache 18/3994) vom 12. März 2015, Seite 4.

⁴ Alle konkreten Formulierungsvorschläge sind überblicksweise als Tabelle in **Anlage 1** zusammengefasst.

⁵ Dort S. 10.

⁶ Vgl. BaFin-„Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens"“ vom 14.06.2013, geändert am 09.03.2015, Ziffer I.7.a.

3. Schwellenwerte für Gesamt-Emissionsvolumen und Einzel-Investments

a. Erhöhung der Gesamt-Emissions-Schwelle auf fünf Millionen Euro

Die Gesamt-Emissions-Schwelle für eine prospektfreie Schwarmfinanzierung sollte von 2,5 Millionen Euro auf fünf Millionen Euro erhöht werden.⁷

Die mit einer Prospektemission zwingend einhergehenden Transaktionskosten liegen im mittleren bis oberen fünfstelligen Bereich. Emittenten können diese Kosten nur auf sich nehmen, wenn das Emissionsvolumen mindestens im mittleren bis oberen siebenstelligen Bereich liegt. Im bestehenden gesetzlichen System ist daher Emittenten mit einem Kapitalbedarf unterhalb von etwa fünf Millionen Euro der Weg eines öffentlichen Angebots verbaut; Prospektemissionen im unteren einstelligen Millionenbereich finden faktisch nicht statt.

Formulierungsvorschlag:

§ 2a Abs. 1 VermAnlG: „Die §§ ... sind nicht anzuwenden ..., wenn der Verkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten ~~2,5~~ **5 Millionen Euro** nicht übersteigt.“

b. Flexibilisierung der Schwellenwerte für Einzel-Investments von natürlichen Personen

Derzeit gilt für Einzel-Investments von natürlichen Personen eine fixe Obergrenze in Höhe von 1.000 Euro und unter weiteren Voraussetzungen in Höhe von 10.000 Euro. Diese Grenzen sollten durch flexible einkommens- und vermögensabhängige Obergrenzen ersetzt werden.

Ein absoluter Schwellenwert führt dazu, dass größere Co-Investments (z.B. von Business Angels, Family Offices oder vermögenden Privatpersonen) nicht über die Plattform zu gleichen Konditionen möglich sind, zu denen auch Kleinanleger investieren. Wären solche Co-Investments möglich, würde dies die gleichzeitig investierenden Kleinanleger vor Unterkapitalisierung der Projekte und Benachteiligung bei den Investment-Konditionen schützen und zu einer Gleichbehandlung der Anleger beitragen.⁸

Detailliertere empirische Daten zu diesem Zusammenspiel von kleineren und größeren Investments, die der Evaluierungsbericht mit Blick auf ausstehende Prüfberichte abzuwarten fordert⁹, sind aus unserer Sicht nicht zu erwarten, solange die größeren Investments von § 2a VermAnlG ausgeschlossen werden. Gleichzeitig ist ein Schutzbedürfnis der kapitalstarken Investoren – in Einklang mit allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Wertungen – nicht erkennbar.

⁷ Vgl. bereits BVCF-Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz, Seite 5; *Riethmüller*, a.a.O., Seite 5.

⁸ Näher bereits BVCF-Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz, Seite 5 f.; *Riethmüller*, a.a.O., Seite 8.

⁹ Dort Seite 11.

Formulierungsvorschlag:

§ 2a Abs. 3 VermAnlG:

„...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~~
zehn Prozent des frei verfügbaren Vermögens in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft oder je nachdem, welcher Betrag höher ist,
3. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, ~~höchstens jedoch 10 000 Euro.~~¹⁰

c. Erweiterung der Befreiung von den Schwellenwerten für Einzel-Investments für Kapitalgesellschaften auf GmbH & Co. KG

Derzeit ist eine Befreiung von den Schwellenwerten nur für Kapitalgesellschaften vorgesehen. Die GmbH & Co. KG sollte daneben ebenfalls mehr als 10.000 Euro investieren dürfen.

Diese Rechtsform wird von professionellen Investoren, deren Co-Investments wünschenswert sind, häufig als Investitionsgesellschaft genutzt. Ein Schutz durch den Schwellenwert ist nicht veranlasst. Auch in anderen Bereichen wird die Rechtsform der GmbH & Co. KG wie eine Kapitalgesellschaft behandelt¹¹, da sie mit der GmbH als Komplementärin faktisch eine Haftungsbeschränkung aufweist.

Formulierungsvorschlag:

§ 2a Abs. 3 VermAnlG: „Die Befreiung nach den Absätzen 1 und 2 ist nur auf Vermögensanlagen anwendbar, die ausschließlich ... 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 und keine GmbH & Co. KG ist, folgende Beträge nicht übersteigt: ...“

¹⁰ Redaktionelle Folge-Änderungen in § 31 Abs. 5a WpHG und § 16 Abs. 3a FinVermV wären erforderlich.

¹¹ Vgl. etwa § 264a Handelsgesetzbuch (Rechnungslegung), § 19 Abs. 3 Insolvenzordnung (Überschuldung).

d. Erweiterung der Prospektbefreiung auf Wertpapiere

Wir begrüßen die Überlegungen der Bundesregierung, über Crowdfunding-Plattformen ein prospektbefreites Angebot von Wertpapieren zuzulassen und insoweit die Ergebnisse der EU-Kapitalmarktunion vorwegzunehmen.¹²

Dies würde es Emittenten insbesondere ermöglichen, erstrangiges Fremdkapital sowie flexibel gestaltbares Mezzanine-Kapital in Form von Anleihen aufzunehmen und dabei gegebenenfalls auch Sicherheiten zugunsten der Anleger vorzusehen, was bei qualifiziert nachrangigen Darlehen aufsichtsrechtlich nicht möglich ist.

Ein konkreter Regulierungsvorschlag ist dieser Stellungnahme als **Anlage 2** beigefügt.

4. Interessenkonflikte aufgrund einer Verbundenheit von Plattform und Emittent

Die vorgeschlagene Änderung, wonach die Finanzierung von Unternehmen, die mit Plattformen gesellschaftsrechtlich oder durch Personalunion verbunden sind, nicht mehr nach § 2a VermAnlG zulässig sein sollte¹³, können wir ihrer Motivation nach nachvollziehen, sehen im Ergebnis aber keinen Bedarf für eine Neuregelung.

Solche etwaigen Interessenkonflikte sind bereits nach bestehender Gesetzeslage vollständig transparent zu machen: Die Plattform ist als Vermittler gesetzlich verpflichtet, mögliche Interessenkonflikte gegenüber den Anlegern offenzulegen (§ 31 Abs. 1 Nr. 2 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 13 Abs. 5 Finanzanlagenvermittlungsverordnung (FinVermV)). Dies gilt unabhängig davon, ob die Plattform eine Erlaubnis nach Kreditwesengesetz (KWG) oder nach § 34f Gewerbeordnung (GewO) aufweist. Dies umfasst (selbstverständlich) auch eine etwaige Verbundenheit von Plattform und Emittent durch Gesellschaftsrecht oder Personalidentität.

Anleger können also bereits jetzt auf informierter Grundlage entscheiden, ob sie entsprechende Projekte finanzieren möchten. Der Plattform steht es umgekehrt frei, bei einer transparenten Verbundenheit mit Projektinhabern durch andere Mittel sicherzustellen und zu dokumentieren, dass eine qualitativ hochwertige Projektauswahl stattfindet. Dies umfasst insbesondere Emittenten-Ratings und die in der derzeitigen Praxis gängige zusätzliche Begutachtung von verbundenen Projekten durch unabhängige Gutachter. Eine Neuregelung ist daher aus unserer Sicht nicht angezeigt.

5. Befreiungsvorschriften für soziale und gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften

Einen Änderungsbedarf können wir hier nicht evaluieren, da unserer Wahrnehmung nach das Volumen der unter § 2b und § 2c VermAnlG emittierten Projekte vernachlässigbar gering ist.

¹² Evaluierungsbericht, Seite 9.

¹³ Evaluierungsbericht, Seite 11.

6. Widerrufsrecht

Das Widerrufsrecht gemäß § 2d VermAnIG sollte unseres Erachtens gestrichen werden. Einen eigenen Regelungsbereich der Vorschrift können wir nur insoweit erkennen, als hierdurch auch Nicht-Verbrauchern ein Widerrufsrecht eingeräumt wird. Insoweit ist unseres Erachtens aber kein Schutzbedürfnis erkennbar.

Formulierungsvorschlag: § 2d VermAnIG wird aufgehoben

Falls die Vorschrift nicht gestrichen wird, sollte jedenfalls der Vorrang von § 2d VermAnIG gegenüber dem allgemein-fernabsatzrechtlichen Widerrufsrecht gesetzlich klargestellt werden und außerdem Klarheit zur inhaltlichen Gestaltung des geforderten Hinweises auf das Widerrufsrecht geschaffen werden, um die derzeit bestehende Rechtsunsicherheit und Wertungsinkonsistenz zu beseitigen.

Alternativ-Formulierungsvorschlag:

§ 312g Abs. 3 BGB:

„Das Widerrufsrecht besteht ferner nicht bei Verträgen, bei denen dem Verbraucher bereits auf Grund der §§ 495, 506 bis 513 ein Widerrufsrecht nach § 355 zusteht, **und nicht bei außerhalb von Geschäftsräumen geschlossenen Verträgen, bei denen dem Verbraucher bereits nach § 305 Absatz 1 bis 6 des Kapitalanlagegesetzbuchs ein Widerrufsrecht zusteht, und nicht bei Verträgen, bei denen dem Verbraucher bereits nach § 2d des Vermögensanlagegesetzes ein Widerrufsrecht zusteht.**“

Zusätzlich Erstellung eines gesetzlichen Musters für den „Hinweis auf das Widerrufsrecht“ nach § 2d Abs. 3 VermAnIG in Anlehnung an die Anlagen 1 bis 3 zum Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch

7. Werbung

Hinsichtlich der Vorgaben für Werbung im VermAnIG (insbesondere hinsichtlich § 12 Abs. 2 VermAnIG) ist aus unserer Sicht nicht eine Lockerung der Anforderungen geboten, sondern mehr Praktikabilität und Rechtssicherheit.

Wir haben hierzu bereits in unserer vorangegangenen Stellungnahme konkreten Änderungsbedarf aufgezeigt und einige Änderungsvorschläge gemacht¹⁴. Das deutlich hervorgehobene und verlinkte Wort „Warnhinweis“ in Textanzeigen lässt sich etwa in Google AdWords technisch nicht umsetzen.

Als Resultat der derzeitigen gesetzlichen Regelung, die der Realität von Werbung in elektronischen Medien nicht ausreichend Rechnung trägt, besteht eine sehr hohe Unsicherheit bei vielen Marktteilnehmern. Wir würden uns freuen, hierzu den bereits begonnenen Dialog mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) fortzusetzen mit dem Ziel, pragmatische Lösungen zu erreichen, wie die Intention des Warnhinweises am besten umgesetzt werden kann.

¹⁴ BVCF-Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz, Seite 7 f.

Die Plattformen stehen bei der Umsetzung dieser gesetzlichen Vorgaben ohnehin laufend in intensivem Dialog mit der Aufsicht. Dieser Dialog sollte zeitnah in einen konkreten Vorschlag für eine Neuregelung münden.

8. Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Wir stimmen den hierzu von der Bundesregierung vorgeschlagenen Änderungen¹⁵ grundsätzlich zu und möchten nur einige Punkte ergänzend ansprechen.

Der Gesetzgeber sollte darauf achten, dass angesichts des auf drei Seiten begrenzten Umfangs das VIB nicht mit formalen Pflichtangaben überfrachtet wird. Diese Entwicklung geht zu Lasten einer detaillierteren Schilderung der Besonderheiten des einzelnen Projekts, wobei bereits derzeit u.a. von Seiten der Verbraucherschützer bemängelt wird, die Angaben in den VIBs hätten häufig eher formalen und generischen Charakter. Diese gegenläufigen Anforderungen in Einklang zu bringen, stellt für Emittenten eine Herausforderung dar. Wir arbeiten im Verband derzeit an Vorlagen für VIBs, die den Marktteilnehmern zur Verfügung gestellt werden sollen.

Hinsichtlich der Kostentransparenz möchten wir deutlich darauf hinweisen, dass entgegen der Darstellung im Evaluierungsbericht¹⁶ bereits nach bestehender Rechtslage die Vergütung der Plattform zwingend im Vorfeld einer Vermittlung detailliert offengelegt werden muss, und zwar unabhängig davon, ob die Plattform mit einer Erlaubnis nach KWG oder nach § 34f GewO operiert, sowohl im VIB¹⁷ als auch in den sogenannten vergütungsbezogenen Informationen des Vermittlers¹⁸.

Der vorgeschlagenen Einführung einer formalen Überprüfung des VIB durch die BaFin stimmen wir zur bestmöglichen Wahrung der Anlegerinteressen zu. Wir bitten insoweit aber dringend darum, die vorgesehene Frist für die Erklärung der Gestattung der Veröffentlichung durch die BaFin von zehn auf drei Werktage zu reduzieren. Die Frist für die Nachforderung von Informationen sollte statt fünf höchstens zwei Werktage betragen.

Eine rein formale Prüfung eines dreiseitigen Dokuments sollte auch bei hoher Arbeitsbelastung innerhalb dieser Fristen möglich sein (§ 13 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) sieht für die Billigung von teils mehrere hundert Seiten umfassenden Prospekten identische bzw. maximal doppelt so lange Fristen vor wie im Evaluierungsbericht für die Prüfung von VIB vorgeschlagen!).

Weiterhin sollte dringend gesetzlich klargestellt werden, dass die BaFin sämtliche erkennbar fehlenden Informationen in der ersten Nachforderungs-Mitteilung ansprechen muss. Auf Grundlage der Fassung des Regelungsvorschlags im Evaluierungsbericht befürchten wir sonst, dass es zu zeitlichen Verzögerungen ähnlich denen im Prospektbilligungsverfahren kommen könnte. Dies würde dem Charakter von Crowdfunding als pragmatischem Finanzierungsinstrument eklatant widersprechen.

¹⁵ Evaluierungsbericht, Seite 12 ff.

¹⁶ Dort Seite 8, Seite 13 oben.

¹⁷ § 13 Abs. 2 Nr. 5 VermAnlG: Offenlegung der „mit der Vermögensanlage verbundenen Kosten und Provisionen“.

¹⁸ § 31d WpHG, §§ 12a, 17 FinVermV: Offenlegung der Zuwendungen (d.h. Geldleistungen und geldwerten Vorteile), die der Vermittler „im Zusammenhang mit der Vermittlung“ von Dritten erhält oder an Dritte gewährt.

Formulierungsvorschlag¹⁹:

§ 13 Abs. 1 VermAnlG:

„... und bei der Bundesanstalt hinterlegen. Das Vermögensanlagen-Informationsblatt darf erst veröffentlicht werden, wenn die Bundesanstalt die Veröffentlichung gestattet. Im Fall, dass die Prospektausnahme nach §§ 2a oder 2b in Anspruch genommen wird, hat die Bundesanstalt dem Anbieter ihre Entscheidung hinsichtlich der Gestattung innerhalb von **40 drei** Werktagen nach Eingang des Vermögensanlagen-Informationsblatts mitzuteilen. Gelangt die Bundesanstalt zu der Auffassung, dass die ihr übermittelten Unterlagen unvollständig sind, beginnt die Frist des Satzes 3 erst ab dem Zeitpunkt zu laufen, zu dem die fehlenden Unterlagen eingehen. Die Bundesanstalt soll dem Anbieter innerhalb von **fünf zwei** Werktagen nach Eingang des Vermögensanlagen-Informationsblatts mitteilen, wenn sie weitere Unterlagen nach Satz 4 für erforderlich hält. **Die Bundesanstalt ist dabei verpflichtet, auf sämtliche erkennbar fehlenden Informationen hinzuweisen.** Im Fall der Hinterlegung...“

9. Änderungsvorschlag Vermögensanlagen-Informationsblatt- Bestätigungsverordnung (VIBBestV)

Nach der derzeitigen Fassung der VIBBestV hat der Anleger bei der Online-Bestätigung des Warnhinweises im VIB eine Vielzahl sensibler persönlicher Daten händisch einzutragen, selbst wenn diese Daten dem Plattformbetreiber bereits vorliegen. Dies erscheint aus unserer Sicht unter den Aspekten mangelnder Praxistauglichkeit und fehlender Datensparsamkeit zweifelhaft.

Insbesondere die Erhebung der Personalausweis-Nummer erscheint datenschutzrechtlich bedenklich. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob die Verordnung in dieser Form von ihrer Ermächtigungsgrundlage gedeckt ist. Denn deren Ziel ist es nicht, die Identifikation des Investors sicherzustellen. Die Verordnung soll vielmehr lediglich regeln, unter welchen Voraussetzungen eine Online-Bestätigung des Warnhinweises einer Offline-Unterschriftsleistung gleichwertig ist (§ 15 Abs. 5 VermAnlG).²⁰

Gänzlich überflüssig erscheint dieser Vorgang, wenn – wie stets bei Plattformen mit KWG-Erlaubnis – der Vermittler ohnehin zusätzlich nach Geldwäschegesetz (GwG) zur Identifikation des Anlegers verpflichtet ist. Nach bestehender Gesetzeslage hat der Anleger hier im Vermittlungsprozess an drei verschiedenen Stellen seine gesamten persönlichen Daten jeweils erneut anzugeben bzw. einzutragen (bei der Registrierung auf der Plattform, bei der Identifikation nach GwG und bei der Bestätigung des Warnhinweises).

Die dritte Dateneingabe sollte hier entfallen und die Funktion der Regelung sich auf eine reine Bestätigung des Warnhinweises beschränken. Dies stünde auch in Einklang mit den bereits in der VIBBestV vorgesehenen Erleichterungen bei Vorliegen einer Signatur nach dem Signaturgesetz oder einem De-Mail-Konto (diese Verfahren zeichnen sich noch durch geringe praktische Verbreitung aus, anders als die übliche und verbreitete GwG-konforme Online-Identifikation).

¹⁹ Basierend auf dem Vorschlag auf Seite 14 des Evaluierungsberichts.

²⁰ Näher BVCF-Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz, Seite 6 f.

Unabhängig davon sollte ein redaktioneller Fehler in der VIBBestVO behoben werden. Die jetzige Fassung geht davon aus, dass die Bestätigung auf einer Internetseite „des Emittenten oder des Anbieters der Vermögensanlage“ durchgeführt wird.

Die Gleichwertigkeit der Bestätigung muss allerdings auch gelten, wenn – wie im praktischen Regelfall, von dem die Verordnung im Übrigen auch ersichtlich ausgeht – das VIB auf der Internetseite der Internet-Dienstleistungsplattform bestätigt wird, die im Regelfall weder Anbieter noch Emittent der Vermögensanlage ist.

Formulierungsvorschlag:

§ 2 Abs. 1 Nr. 2 VIBBestV: „2. das Vermögensanlagen-Informationsblatt auf einer Internetseite des Emittenten oder Anbieters der Vermögensanlage **oder der Internet-Dienstleistungsplattform** durch die eigenständige Eingabe folgender Angaben in einer Formularmaske unter Nennung von Ort und Datum ergänzt wird: a) ... b) ..., **oder**

3. das Vermögensanlagen-Informationsblatt auf einer Internetseite des Emittenten oder Anbieters der Vermögensanlage oder der Internet-Dienstleistungsplattform, falls diese die in § 3 Abs. 1 Geldwäschegesetz genannten Sorgfaltspflichten erfüllen, durch die eigenständige Eingabe folgender Angaben in einer Formularmaske unter Nennung von Ort und Datum ergänzt wird:

a) bei Anlegern, die natürliche Personen sind: des Vor- und Familiennamens,

b) bei Anlegern, die juristische Personen oder andere rechtsfähige Personenvereinigungen sind:

aa) der Firma oder des Namens,

bb) hinsichtlich der natürlichen Person, die für die juristische Person oder andere rechtsfähige Personenvereinigung handelt, die in Buchstabe a genannten Angaben.“

10. EU-Pass

Wir begrüßen es sehr, dass derzeit im Rahmen der Europäischen Kapitalmarktunion die Möglichkeiten zur grenzüberschreitenden Emission von Wertpapieren erweitert werden. Unsere konkreten Vorschläge zu diesem Thema haben wir bereits in vorangegangenen Stellungnahmen unterbreitet.²¹

11. Änderungen im Aktienrecht/„Aktiengesellschaft light“

Die Einführung der „Aktiengesellschaft light“, die nun auch der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) vorschlägt²², würden wir für eine sinnvolle und wichtige Maßnahme halten, um jungen Unternehmen den Zugang zu Kapital zu erleichtern und gleichzeitig das Anlegerschutzniveau hochzuhalten. Ein Grundkonzept hierfür haben wir skizziert.²³

Mit freundlichen Grüßen



Jamal el Mallouki
Vorsitzender des Vorstands

²¹ BVCF-Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz, Seite 14 ff.

²² Positionspapier „Industrie-Startups stärken – Die nächste Unternehmensgeneration erfolgreich machen“, verfügbar unter http://bdi.eu/media/themenfelder/digitalisierung/publikationen/20161104_Publikation_Industrie-Startups_staerken.pdf.

²³ BVCF-Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz, Seite 17 f.

Anlage 1 – Tabellarische Übersicht einfach umsetzbarer Änderungsvorschläge

Vorschlag	Erläuterung
§ 2a Abs. 1 VermAnIG <i>Die §§ ... sind nicht anzuwenden auf Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Abs. 2 Nummer 3, 4 und 7, wenn ...</i>	Siehe Ziffer 1 unserer Stellungnahme: Erweiterung der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen auf sämtliche Vermögensanlagen.
§ 2a Abs. 1 VermAnIG <i>Die §§ ... sind nicht anzuwenden ..., wenn der Verkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten 2,5 5 Millionen Euro nicht übersteigt.</i>	Siehe Ziffer 3a unserer Stellungnahme: Erhöhung der Gesamt-Emissions-Schwelle auf fünf Millionen Euro, da im Bereich zwischen 2,5 Millionen Euro und 5 Millionen Euro die Transaktionskosten einer Prospektemission prohibitiv sind.
§ 2a Abs. 3 VermAnIG <i>...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:</i> <ol style="list-style-type: none"> 1. 1 000 Euro, 2. <u>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 zehn Prozent des frei verfügbaren Vermögens in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft oder je nachdem, welcher Betrag höher ist.</u> 3. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, <u>höchstens jedoch 10 000 Euro.</u> 	Siehe Ziffer 3b unserer Stellungnahme: Flexibilisierung der Schwellenwerte für Einzel-Investments von natürlichen Personen. Dies würde Kleinanleger vor Unterkapitalisierung der Projekte und vor Benachteiligung gegenüber kapitalstarken Anlegern bei den Investment-Konditionen schützen und zu einer Gleichbehandlung der Anleger beitragen. Redaktionelle Folge-Änderungen in § 31 Abs. 5a WpHG und § 16 Abs. 3a FinVermV wären erforderlich.
§ 2a Abs. 3 VermAnIG <i>Die Befreiung nach den Absätzen 1 und 2 ist nur auf Vermögensanlagen anwendbar, die ausschließlich ... 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 <u>und keine GmbH & Co. KG</u> ist, folgende Beträge nicht übersteigt: ...</i>	Siehe Ziffer 3c unserer Stellungnahme: Erweiterung der Befreiung von den Schwellenwerten für Einzel-Investments für Kapitalgesellschaften auf GmbH & Co. KG. Diese Rechtsform wird auch in anderen Bereichen wie eine Kapitalgesellschaft behandelt.

Vorschlag	Erläuterung
<p>§ 2d VermAnlG wird aufgehoben Oder: § 312g Abs. 3 BGB <i>Das Widerrufsrecht besteht ferner nicht bei Verträgen, bei denen dem Verbraucher bereits auf Grund der §§ 495, 506 bis 513 ein Widerrufsrecht nach § 355 zusteht, und nicht bei außerhalb von Geschäftsräumen geschlossenen Verträgen, bei denen dem Verbraucher bereits nach § 305 Absatz 1 bis 6 des Kapitalanlagegesetzbuchs ein Widerrufsrecht zusteht, und nicht bei Verträgen, bei denen dem Verbraucher bereits nach § 2d des Vermögensanlagengesetzes ein Widerrufsrecht zusteht.</i> Zusätzlich Erstellung eines gesetzlichen Musters für den „Hinweis auf das Widerrufsrecht“ nach § 2d Abs. 3 VermAnlG in Anlehnung an die Anlagen 1 bis 3 zum Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch</p>	<p>Siehe Ziffer 6 unserer Stellungnahme: Das Widerrufsrecht ist redundant, soweit Verbraucher betroffen sind, und außerdem nicht wertungskonsistent zu den dann ebenfalls anwendbaren §§ 312g, 355 BGB ausgestaltet. Falls die Vorschrift nicht gestrichen wird, sollte jedenfalls der Vorrang von § 2d VermAnlG gegenüber dem allgemein-fernabsatzrechtlichen Widerrufsrecht nach § 312g BGB gesetzlich klargestellt werden.</p>
<p>§ 13 Abs. 1 VermAnlG (Basierend auf dem Vorschlag auf Seite 14 des Evaluierungsberichts: <i>... und bei der Bundesanstalt hinterlegen. Das Vermögensanlagen-Informationsblatt darf erst veröffentlicht werden, wenn die Bundesanstalt die Veröffentlichung gestattet. Im Fall, dass die Prospektausnahme nach §§ 2a oder 2b in Anspruch genommen wird, hat die Bundesanstalt dem Anbieter ihre Entscheidung hinsichtlich der Gestattung innerhalb von 10 drei Werktagen nach Eingang des Vermögensanlagen-Informationsblatts mitzuteilen. Gelangt die Bundesanstalt zu der Auffassung, dass die ihr übermittelten Unterlagen unvollständig sind, beginnt die Frist des Satzes 3 erst ab dem Zeitpunkt zu laufen, zu dem die fehlenden Unterlagen eingehen. Die Bundesanstalt soll dem Anbieter innerhalb von fünf zwei Werktagen nach Eingang des Vermögensanlagen-Informationsblatts mitteilen, wenn sie weitere Unterlagen nach Satz 4 für erforderlich hält. Die Bundesanstalt ist dabei verpflichtet, auf sämtliche erkennbar fehlenden Informationen hinzuweisen. Im Fall der Hinterlegung...</i></p>	<p>Siehe Ziffer 8 unserer Stellungnahme: Die Fristen für die Gestattung der Veröffentlichung und für die Nachforderung von Informationen sollten kürzer sein. Eine rein formale Prüfung eines dreiseitigen Dokuments sollte innerhalb der vorgeschlagenen Fristen möglich sein. Darüber hinaus sollte die BaFin sämtliche erkennbar fehlenden Informationen in der ersten Nachforderungs-Mitteilung ansprechen, um zeitliche Verzögerungen wie im Prospektbilligungsverfahren zu vermeiden.</p>
<p>§ 2 Abs. 1 Nr. 2 VIBBestV <i>... 2. das Vermögensanlagen-Informationsblatt auf einer Internetseite des Emittenten oder Anbieters der Vermögensanlage oder der Internet-Dienstleistungsplattform durch die eigenständige Eingabe folgender Angaben in einer Formularmaske unter Nennung von Ort und Datum ergänzt wird: a) ... b) ..., oder 3. das Vermögensanlagen-Informationsblatt auf einer Internetseite des Emittenten oder Anbieters der Vermögensanlage oder der Internet-Dienstleistungsplattform, falls diese die in § 3 Abs. 1 Geldwäschegesetz genannten Sorgfaltspflichten erfüllen, durch die eigenständige Eingabe folgender Angaben in einer Formularmaske unter Nennung von Ort und Datum ergänzt wird: a) bei Anlegern, die natürliche Personen sind: des Vor- und Familiennamens, b) bei Anlegern, die juristische Personen oder andere rechtsfähige Personenvereinigungen sind: aa) der Firma oder des Namens, bb) hinsichtlich der natürlichen Person, die für die juristische Person oder andere rechtsfähige Personenvereinigung handelt, die in Buchstabe a genannten Angaben.</i></p>	<p>Siehe Ziffer 9 unserer Stellungnahme: Der Bestätigungsprozess sollte für den Fall vereinfacht werden, dass ohnehin zusätzlich eine Identifikation des Anlegers nach Geldwäschegesetz (GwG) durchgeführt wird.</p>

Anlage 2

Regulierungsvorschlag zur Erweiterung der Prospektbefreiung auf Wertpapiere

In das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) könnte bereits jetzt eine zusätzliche Prospektbefreiung für Wertpapiere aufgenommen werden, die analog zu der Vorschrift des § 2a VermAnlG gestaltet und an identische Voraussetzungen geknüpft werden könnte. Die Gesamt-Emissions-Schwelle sollte dabei auch hier – aus den gleichen Erwägungen wie oben dargestellt – deutlich mehr als 1 Million Euro betragen.

Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass Wertpapiere und Wertpapier-Vermittler strenger reguliert sind als Vermögensanlagen und deren Vermittler. Insoweit ist nicht unmittelbar einsichtig, wieso für Wertpapiere eine niedrigere Schwelle gelten sollte als nach § 2a VermAnlG für Vermögensanlagen.

<p>Aktuelle Gesetzeslage (Schwarmfinanzierungsausnahme) im Vermögensanlagegesetz (VermAnlG)</p> <p>§ 2a VermAnlG: (1) Die §§ 5a, 6 bis 11a, 12 Absatz 1, § 14 Absatz 1 Satz 1 und Absatz 3 Satz 1, die §§ 15a, 17, 18 Absatz 1 Nummer 2 bis 6, § 19 Absatz 1 Nummer 2, die §§ 20, 21, 23 Absatz 2 Nummer 2 und 4, § 24 Absatz 5 bis 8 und § 25 sind nicht anzuwenden auf Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Absatz 2 Nummer 3, 4 und 7, wenn der Verkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten 2,5 Millionen Euro nicht übersteigt.</p> <p>(2)...</p> <p>(3) Die Befreiung nach den Absätzen 1 und 2 ist nur auf Vermögensanlagen anwendbar, 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::</p>	<p>Formulierungsvorschlag für eine analoge Schwarmfinanzierungsausnahme im Wertpapierprospektgesetz (WPG):</p> <p>§ 3 Abs. 2 WpPG: „(2) Die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts gilt nicht für ein Angebot von Wertpapieren,</p> <p>1. ...</p> <p>5. sofern der Verkaufspreis ... zu berechnen ist oder</p> <p>6. sofern die folgenden Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind:</p> <p>a. der Verkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotenen Wertpapiere desselben Emittenten übersteigt nicht 2,5 Millionen²⁴ Euro;</p> <p>b. die Wertpapiere werden ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt, die durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet ist²⁵, zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Wertpapiere desselben Emittenten, die von einem Anleger erworben werden können, der keine Kapitalgesellschaft²⁶ ist, folgende Beträge nicht übersteigt:</p>
--	---

²⁴ Oder in Einklang mit dem Vorschlag oben (Ziffer 3 lit. a) stattdessen einfügen: „**5 Millionen**“.

²⁵ In § 31 Abs. 5a WpHG wäre als Folge-Änderung einzufügen: „(5a) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat vor der Vermittlung des Vertragsschlusses über eine Vermögensanlage im Sinne des § 2a des Vermögensanlagegesetzes **oder über ein Wertpapier, das nach § 3 Abs. 2 Nr. 6 Wertpapierprospektgesetz prospektfrei emittiert wird**, von dem Kunden insoweit eine **Selbstauskunft über dessen Vermögen oder dessen Einkommen einzuholen, wie ...**“ In der FinVermV ergäbe sich kein Änderungsbedarf, da Wertpapiere nicht nach § 34f GewO vermittelt werden dürfen.

²⁶ Oder in Einklang mit dem Vorschlag oben (Ziffer 3 lit. c) einfügen: „**und keine GmbH & Co. KG**“.

<p>i. 1 000 Euro,</p> <p>ii. 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</p> <p>iii. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10 000 Euro.</p>	<p>i. 1 000 Euro,</p> <p>ii. 10 000 Euro, sofern der jeweilige Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft über frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100 000 Euro verfügt, oder²⁷</p> <p>iii. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens 10.000 Euro²⁸;</p> <p>c. der Emittent erstellt ein Wertpapier- Informationsblatt, das in Bezug auf das Wertpapier alle in § 13 Vermögensanlagengesetz²⁹ geforderten Informationen enthält und den weiteren dort geregelten Anforderungen genügt, und stellt es dem Anleger vor dessen Zeichnung zur Verfügung; der Warnhinweis nach § 13 Abs. 6 VermAnlG muss nicht enthalten sein³⁰; § 14 Abs. 1 Satz 2, Abs. 2, Abs. 3 Satz 2, § 15 Vermögensanlagengesetz finden entsprechend Anwendung, und</p> <p>d. der Emittent verpflichtet sich in den Wertpapierbedingungen zu Rechnungslegung und Prüfung auf einem Transparenzniveau, das zumindest dem in §§ 23 ff. Vermögensanlagengesetz geregelten entspricht, wobei § 23 Absatz 2 Nummer 2 und 4, § 24 Absatz 5 bis 8 und § 25 Vermögensanlagengesetz keine Anwendung finden³¹.“</p>
---	--

²⁷ Oder in Einklang mit dem Vorschlag oben (Ziffer 3 lit. b) stattdessen einfügen: „**10 Prozent des frei verfügbaren Vermögens in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, oder je nachdem, welcher Betrag höher ist**“.

²⁸ Oder in Einklang mit dem Vorschlag oben (Ziffer 3 lit. b) streichen: „**höchstens 10.000 Euro**“.

²⁹ Insoweit gelten detailliertere Anforderungen als für das Produktinformationsblatt nach § 31 Abs. 3a Wertpapierhandelsgesetz, § 5a Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung. Mit Blick auf das Fehlen eines Prospekts sollten daher die vermögensanlagenrechtlichen und nicht die wertpapierrechtlichen Anforderungen gelten.

³⁰ Dieser Warnhinweis erscheint bei Wertpapier-Emissionen aufgrund der abweichenden Risikostruktur und des insgesamt höheren Regulierungsniveaus als nicht angemessen. Der Hinweis auf das Fehlen eines Prospekts nach § 13 Abs. 3a VermAnlG sollte dagegen vorgesehen werden; hier müsste in dieser Vorschrift noch ein neuer Satz 2 eingefügt werden: „**Ein Wertpapier-
Informationsblatt muss in dem Fall, dass die Erstellung eines Wertpapierprospekts nach § 3 Abs. 2 Nr. 6 Wertpapierprospektgesetz entbehrlich ist, folgenden Hinweis enthalten: „Für das Wertpapier wurde kein von der Bundesanstalt gebilligter Prospekt erstellt. Weitergehende Informationen erhält der Anleger unmittelbar vom Anbieter oder Emittenten des Wertpapiers.“**“ Das Erfordernis weiterer (redaktioneller) Folge-Änderungen und die Einfügung einer Parallelvorschrift zu § 22 Abs. 1a VermAnlG im WpPG wären zu prüfen.

³¹ Entsprechend § 2a Abs. 1 VermAnlG.

Anlage 3

**Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz
vom 8. September 2016**

Stellungnahme des Bundesverband Crowdfunding e.V. zum Kleinanlegerschutzgesetz (8. September 2016)

Einleitung	2
Zusammenfassung: 7-Punkte-Plan für den Crowdfunding-Markt	2
Marktentwicklung: Konsolidierung und Professionalisierung	3
Vorschläge des Verbands.....	4
1. Finanzierungsformen	4
2. Prospektpflichtgrenze	5
3. Grenzen der Einzelinvestition	5
4. Widerrufsrechte	6
5. Bestätigungsprozess und Benutzeridentifikation.....	6
6. Werbung	7
7. Crowdfunding in Deutschland im europäischen Vergleich asymmetrisch benachteiligt	8
Weiterentwicklung des Crowdfunding in Deutschland	9
8. Rechtslage in Deutschland nach dem „Kleinanlegerschutzgesetz“	9
9. Regulierungsvorschläge	11
9.1 Erleichterter Erwerb einer Lizenz als Finanzdienstleistungsinstitut (Anlagevermittlung) ..	11
9.2 Schaffung von transaktionskostengünstigen, „Passporting-fähigen“ Finanzinstrumenten	14
9.3 „Aktiengesellschaft Light“	17

Einleitung

Am 10. Juli 2015 trat das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) in Kraft. Die Intention des Gesetzgebers war damals, Anleger nach mehreren Insolvenzen am sogenannten Grauen Kapitalmarkt vor zweifelhaften Angeboten von Vermögensanlagen besser zu schützen. Aus diesem Anlass wurde auch Crowdfunding (equity-based Crowdfunding) und Crowdlending (lending-based Crowdfunding) gesetzlich geregelt.

Das Bundesministerium für Finanzen hat uns am 2. August 2016 aufgefordert, als Crowdfunding-Branche unsere Erfahrungen mit dem Kleinanlegerschutzgesetz zu schildern. Mit dem folgenden Positionspapier wollen wir zum einen auf die vorgelegten Fragen antworten, zum anderen aber auch Empfehlungen für einen regulatorischen Rahmen aufzeigen, der geeignet ist, die Branche in Europa gut zu positionieren und den Verbraucherschutz weiterzuentwickeln.

Am 6. September 2016 veröffentlichte die Universität Cambridge gemeinsam mit der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG eine europaweite Marktstudie. In der Studie wird das Volumen des deutschen Crowdfunding-Marktes mit 249 Millionen Euro ermittelt. Damit liegt Deutschland zwar hinter Großbritannien (4,3 Milliarden Euro) und Frankreich (319 Millionen Euro) zurück, ist aber zugleich drittgrößter Crowdfunding-Markt in Europa. Im Vergleich zum letzten Jahr hat sich der Abstand zu Großbritannien und Frankreich jedoch leicht vergrößert, was insbesondere auf die schwierigere regulatorische Lage in Deutschland zurückzuführen ist.

Vor diesem Hintergrund wollen wir in unserer Evaluation des Kleinanlegerschutzgesetzes zugleich einen Vorschlag für eine Weiterentwicklung des regulatorischen Umfelds machen. Diese Weiterentwicklung würde es erlauben, dass der deutsche Crowdfunding-Markt im Vergleich zu den anderen europäischen Ländern wettbewerbsfähig bleibt.

Zusammenfassung: 7-Punkte-Plan für den Crowdfunding-Markt

Ein Jahr nach dem Start des Kleinanlegerschutzgesetzes zieht der Bundesverband Crowdfunding (BVCF) e.V. eine positive Bilanz. Das Kleinanlegerschutzgesetz hat nicht zuletzt durch die verpflichtende Bereitstellung des Vermögensanlagen-Informationsblatts (VIB), welches von uns in den Anhörungen gefordert wurde, für mehr Transparenz gesorgt. Es hat außerdem den Plattformen weitreichende gesetzliche Pflichten nach der Finanzanlagen-Vermittlerverordnung (FinVermV) auferlegt, wie zum Beispiel die Pflichten zur Durchführung von Angemessenheitstests, die Offenlegung von Plattform-Vergütungen und möglicher Interessenskonflikte. Damit hat das Gesetz wesentliche Vorgaben erfüllt und stärkt den Verbraucherschutz.

Doch so positiv das grundsätzliche Fazit auch ausfällt, im Detail offenbaren sich Schwächen. Für die Weiterentwicklung der Crowdfunding-Branche erweist sich der Rechtsrahmen in der praktischen Anwendung als restriktiv. Die Begrenzung des Anwendungsbereichs der Prospektbefreiung auf (partiarische) Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen“ steht einer interessensgerechten Ausgestaltung der Beteiligungsverträge entgegen, die aber im Sinne der Plattformen ist. Das Kleinanlegerschutzgesetz hat nicht nur die regulatorischen Hürden für den Markteintritt erhöht, sondern durch regelungstechnische Schwächen und die daraus resultierende Rechtsunsicherheit auch die Arbeit der bestehenden Plattformen in unnötiger Weise erschwert.

Im Kern bestehen die Forderungen des Verbandes in diesem **Sieben-Punkte-Plan** für eine Stärkung des Crowdfunding-Markts:

1. Ausweitung der Schwarmfinanzierungsausnahme von der Vermögensanlagenprospektpflicht nach §2a VermAnlG auf alle Vermögensanlagen, insbesondere Genussrechte und stille Beteiligungen, und Erarbeitung einer Schwarmfinanzierungs-Prospektausnahme für Wertpapiere.
2. Heraufsetzen der Grenze der Prospektpflicht von 2,5 Mio Euro auf 5 Mio Euro für Schwarmfinanzierungen nach §2a VermAnlG..
3. Heraufsetzen der Grenze der Einzelinvestition pro Projekt auf den höheren Wert von 10% des liquiden Vermögens oder dem zweifachen Beitrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des Investors.
4. Vereinheitlichung der Widerrufsrechte bei der Nutzung der Schwarmfinanzierungsausnahme, insbesondere Klärung des Vorrangverhältnisses zwischen §2d VermAnlG und dem allgemeinem Widerrufsrecht.
5. Vereinfachung des Bestätigungsvorgangs des Vermögensanlageinformationsblatt (VIB) und eindeutige gesetzliche Klarstellung, dass digitale Finanzierungsplattformen nicht der Anbieterhaftung unterliegen, wenn sie sich auf die Vermittlung von Finanzierungen beschränken.
6. Praxisfeste Vorgaben für die Werbung in den Sozialen Medien.
7. Einführung einer „AG Light“ als publikumsfinanzierungsfähige Rechtsform für junge Wachstumsunternehmen.

Marktentwicklung: Konsolidierung und Professionalisierung

Insgesamt führte das Kleinanlegerschutzgesetz zu einer Professionalisierung und Konsolidierung der Branche. Viele kleinere Plattformen wurden eingestellt bzw. sind nicht mehr aktiv am Markt tätig. Die am Markt tätigen Plattformen mussten über mehrere Wochen hinweg die Prozesse und Vertragswerke umstellen, zum Teil wurde die Projektfinanzierung ganz eingestellt. Dies ist begründet in den sehr weitreichenden, strengen und unübersichtlich geregelten rechtlichen Vorgaben und einer teilweise ungenauen Ausgestaltung des Gesetzes und der Umsetzungsvorschriften.

Die Umgestaltung der Plattformen erlaubte es, dass die meisten Plattformen ihre Finanzierungsverträge auf die Schwarmfinanzierungsausnahme nach §2a VermAnlG umstellten. Die meisten Plattformen nutzen aufgrund der Privilegierung der Partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen diese Formen der Finanzierung. Es gibt kaum noch Crowdfunding-Plattformen, die stille Beteiligungen oder Genussrechte nutzen – hier hat das Kleinanlegerschutzgesetz zu einer einseitigen Fokussierung auf ein Beteiligungsinstrument geführt.

Vorschläge des Verbands

1. Finanzierungsformen

- 1.1 § 2a VermAnIG n.F. sieht eine Prospektbefreiung bis zu einer Schwelle von EUR 2,5 Millionen vor für bestimmte Vermögensanlagen im Sinne des VermAnIG (Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen“), nicht aber für Wertpapiere. Die Ausnahme greift nur dann, wenn die Schwarmfinanzierung durch eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt wird, die entweder ein Finanzanlagenvermittler im Sinne von § 34f GewO oder ein Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne von § 1 Abs. 1a, § 32 Abs. 1 KWG ist.
- 1.2 Die Beschränkung der Crowdfunding-Ausnahme nach § 2a VermAnIG n.F auf das Partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige Vermögensanlagen ist langfristig nicht sinnvoll.
- 1.3 Gerade unter Verbraucherschutzaspekten könnten andere Beteiligungsformen besser geeignet sein, Investoren sinnvoll an Unternehmen und Projekten zu beteiligen.
- 1.4 Stille Beteiligungen und Genussrechte werden im Wachstumskapitalmarkt regelmäßig genutzt und wurden in der Anfangsphase des Crowdinvesting in Deutschland zunächst ebenfalls genutzt. Eine Finanzierung von Projekten sollte eine Möglichkeit einer Besicherung bieten, die bei Nachrangdarlehen nur sehr eingeschränkt möglich ist. Bei der Finanzierung von Immobilienprojekten, Projekten der Erneuerbaren Energien und Mittelstandsfinanzierungen sind solche Besicherungen ein sinnvoller Anlegerschutz.
- 1.5 Die Plattformen sind dann erfolgreich, wenn sie den Interessen der Investoren angemessen Rechnung tragen können. Die Plattformen haben daher das Interesse der Anleger in Sinn, dasjenige Finanzierungsmodell zu wählen, das für den Anlagezweck und die Anlageziele der Beteiligten am sachgerechtesten ist.
- 1.6 Viele Plattformen wollen ihren Nutzern die Verwendung anderer Mezzanin- und Eigenkapital-Instrumente ermöglichen, können diese Beteiligungsformen aber nur nutzen, wenn sie ab einer Finanzierungssumme von 100.000 Euro einen Vermögensanlageprospekt erstellen. Dadurch würden den zu finanzierenden Unternehmen aber schon vor der Schwarmfinanzierung prohibitiv hohe Kosten entstehen.
- 1.7 Die Crowdfunding-Ausnahme nach VermAnIG §2a sollte daher auf weitere Beteiligungsformen erweitert werden, zumindest aber auf alle Vermögensanlagen.
- 1.8 Für die Stärkung des Marktes im Bereich der Immobilien, der Mittelstandsfinanzierungen und Erneuerbaren Energien wäre es sinnvoll, besicherungsfähige Beteiligungsinstrumente ebenfalls in die Crowdfunding-Ausnahme aufzunehmen.
- 1.9 Für die Weiterentwicklung des Crowdfunding-Markts wäre es sinnvoll, nicht nur Vermögensanlagen, sondern auch Wertpapiere in die Crowdfunding-Ausnahme einzubeziehen und somit internationales Crowdinvesting zu vereinfachen (EU-Passporting) – hierzu haben wir ein Konzept erstellt, welches in den Ziffern 8 und 9 ausgeführt wird.

- 1.10 Langfristig wäre es außerdem hilfreich, eine Art "Aktie Light", die über Crowdfunding platziert werden kann, als Beteiligungsinstrument für junge Wachstumsunternehmen am Markt zuzulassen.

2. Prospektpflichtgrenze

- 2.1 Die Schwarmfinanzierungsausnahme nach § 2a VermAnlG erlaubt es, Vermögensanlagen zu vermitteln, falls das Emissionsvolumen von 2,5 Mio Euro nicht überschritten wird.
- 2.2 Die Marktentwicklung zeigt, dass etwa bei Immobilienprojekten die Schwelle von 2,5 Mio Euro deutlich zu niedrig ist. Auch für viele junge Unternehmen – gerade für die in Deutschland besonders wichtigen, aber kapitalintensiven Industrie Gründungen - wäre eine höhere Prospektpflichtschwelle sinnvoll, um es über das Crowdfunding es zu ermöglichen, längerfristige Finanzierungsrunden zu realisieren.
- 2.3 Gerade auch vor dem Hintergrund, dass die Europäische Union diskutiert, die Freiheit von der Prospektpflicht für Crowdfunding für kleinere und mittlere Unternehmen deutlich auszuweiten, ist dies unserer Meinung nach geboten. Die geltende Prospektrichtlinie sieht bereits die Befreiung von der Prospektpflicht bis zur Schwelle von 5 Mio Euro vor.
- 2.4 Der Verband schlägt daher vor, §2a (1) VermAnlG wie folgt zu fassen:
- 2.4.1 *Die §§ 5a, 6 bis 11a, 12 Absatz 1, § 14 Absatz 1 Satz 1 und Absatz 3 Satz 1, die §§ 15a, 17, 18 Absatz 1 Nummer 2 bis 6, § 19 Absatz 1 Nummer 2, die §§ 20, 21, 23 Absatz 2 Nummer 2 und 4, § 24 Absatz 5 bis 8 und § 25 sind nicht anzuwenden auf Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Absatz 2 Nummer 3, 4 und 7, wenn der Verkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten **5 Millionen Euro** nicht übersteigt.*
- 2.5 Der Verband schlägt außerdem vor, eine entsprechende Regelung in das Wertpapier-Prospektgesetz aufzunehmen.

3. Grenzen der Einzelinvestition

- 3.1 Die Obergrenze von 10.000 Euro für Investitionen in Projekte der Schwarmfinanzierung sieht der Verband kritisch. Diese Deckelung ist nicht im Interesse der Kleinanleger. Der Verband spricht sich dafür aus, dass auch Investoren mit größeren Finanzierungssummen die Plattformen nutzen können. Der Bundesverband spricht sich dafür aus, ähnlich wie in anderen Ländern einkommensabhängige Obergrenzen festzulegen.
- 3.2 Wir schlagen daher vor, dass der § 2a Absatz 3 VermAnlG wie folgt gefasst wird:
- 3.2.1 *Die Befreiung nach den Absätzen 1 und 2 ist nur auf Vermögensanlagen anwendbar, 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% des frei verfügbaren Vermögens** in Form von*

*Bankguthaben und Finanzinstrumenten des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, oder je nachdem welcher Betrag höher ist, 3. den **zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens** des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft.*

- 3.3 Wer ein besonders hohes Nettoeinkommen oder ein besonders hohes Vermögen hat, muss auch mehr investieren dürfen. Eine relative Beschränkung genügt als Schutzmechanismus für Verbraucher.
- 3.4 Ein absoluter Schwellenwert ist nicht sinnvoll, denn größere Co-Investments, zum Beispiel von Business Angels, Family Offices oder vermögenden Privatpersonen, sollten über die Plattform zu den gleichen Konditionen möglich sein, zu denen auch die Kleinanleger investieren.
- 3.5 Solche Co-Investments schützen die gleichzeitig investierenden Kleinanleger vor Unterkapitalisierung der Projekte und Benachteiligung bei den Investment-Konditionen. Das Entstehen einer „Zwei-Klassen-Gesellschaft“ von Investoren sollte vermieden werden.
- 3.6 Eine Begrenzung auf ein Zehntel des Vermögens entspricht dem Geist des Regelungsvorschlags.

4. Widerrufsrechte

- 4.1 Das Widerrufsrecht nach § 2d VermAnIG ist von großer Rechtsunsicherheit geprägt.
- 4.2 Die Regelung eines zweiten Widerrufsrechts, das neben dem ohnehin geltenden fernabsatzrechtlichen Widerrufsrecht kumulativ anwendbar ist, führt zum verwirrenden Ergebnis, dass Verbrauchern bei ein und derselben Finanzierung zwei verschiedene Widerrufsbelehrungen zu erteilen sind. Diese müssen unterschiedlichen Wortlaut haben, da die Widerrufsrechte und deren Rechtsfolgen nicht identisch sind.
- 4.3 Hinsichtlich des Widerrufsrechts nach § 2d VermAnIG besteht Unklarheit, wie die Belehrung ausgestaltet werden muss.
- 4.4 Die Einführung des §2d VermAnIG steht in Wertungsinconsistenz mit jedem bereits bestehenden Widerrufsrecht, da u.a. keine Beschränkung auf Verbraucher vorgesehen ist.
- 4.5 Der Verband schlägt deswegen vor, die Vorschrift des §2d VermAnIG zu streichen oder das Vorrangverhältnis von §2d VermAnIG und dem fernabsatzrechtlichen Widerrufsrecht zu klären.

5. Bestätigungsprozess und Benutzeridentifikation

- 5.1 Der VIB-Bestätigungsprozess nach VIBBestVO ist extrem aufwändig und in vielerlei Hinsicht unklar.
- 5.2 Die BaFin tut sich in ihrer Verwaltungspraxis schwer, eine klare Haltung zu den konkreten Anforderungen zu entwickeln.

- 5.3 Die VIBBestV hat nicht den Zweck die Identifizierung des Investors sicherzustellen. Sie soll regeln, unter welchen Voraussetzungen eine Online-Bestätigung des Warnhinweises auf dem VIB einer Offline-Unterschriftsleistung gleichwertig ist (§15 Abs 5 VermAnlG). Die Abfrage der Personal- oder Reisepassnummer, die bereits aus Gründen der Datensparsamkeit fragwürdig scheint, wird von dieser Zielvorgabe nicht gefordert. Der Verband bittet daher darum, kritisch zu hinterfragen, ob die VIBBestV in ihrer derzeitigen Fassung überhaupt von ihrer Verordnungsermächtigung gedeckt ist.
- 5.4 Sinnvoll und praxistauglich wäre es, die VIBBestV dahingehend klarzustellen, dass Nutzerdaten direkt in das VIB übernommen werden können.
- 5.5 Die VIBBestV sieht unnötigerweise vor, dass bei der Online-Bestätigung des VIB die Personal- oder Reisepassnummer eingegeben werden muss. Dies sind sehr sensible Daten, die Menschen nicht gerne herausgeben. Sie fragen sich berechtigterweise, warum diese Daten benötigt werden. Wenn das VIB offline bestätigt wird, ist die Angabe dieser Daten nicht erforderlich. Hier wird aus unklaren Gründen für die Online-Bestätigung eine hohe Hürde gesetzt, die dazu führt, dass viele Menschen den Investitionsprozess an diesem Punkt abbrechen.
- 5.6 Wir empfehlen eine Streichung dieser Voraussetzung. Dies stünde im Einklang mit geldwäscherechtlichen Vorschriften, die eine angemessene Bagatellschwelle von 15.000 Euro vorsehen. Bei Einzel-Investments oberhalb dieser Schwelle ist bereits nach dem GwG eine Identifikation durch den Zahlungsdienstleister vorgesehen.
- 5.7 Es ist angedacht, die Nutzung der Online-GwG-Identifikation durch Finanzdienstleistungsinstitute zu untersagen. Für die Plattformen die Wertpapiere vermitteln, würde dies einen Medienbruch darstellen. Dadurch würde eine sehr hohe Hürde aufgestellt werden, die es erschweren würde, dass Plattformen, die derzeit nach §34f GewO Vermögensanlagen vermitteln, den Weg zur Wertpapiervermittlung und damit zur Regulierung nach KWG und WpHG gehen.

6. Werbung

- 6.1 Die Umsetzung der Vorgaben zur Werbung in den sozialen Medien ist zum Teil nicht eindeutig. Der Verband fordert daher praxisfestere Vorgaben für Werbung in sozialen Medien.
- 6.2 Die in § 12 VermAnlG aufgeführten „wesentlichen Merkmale“ der Anlage sind nicht eindeutig definiert.
- 6.3 Der in § 12 VermAnlG vorgegebene Warnhinweis („Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.“) ist zu lang für Werbemittel im Internet, sowohl hinsichtlich der bloßen Textlänge und als auch hinsichtlich der Zeichenanzahl.

- 6.4 Bei Link- oder einfachen Textanzeigen ist der Warnhinweis nicht wirklich integrierbar – da hier Zeichenbeschränkungen bzw. vorgegebene Linklängen durch die Anbieter bzw. Plattformen vorliegen.
- 6.5 Auf Grafiken nimmt der Warnhinweis aufgrund der Länge viel Platz ein. Wenn er gut lesbar dargestellt werden müsste, würde der Warnhinweis einen Großteil der Grafik bedecken.
- 6.6 Für soziale Netzwerke gilt neben der Beschränkung bezüglich der Zeichenanzahl und Grafikgröße, eine Beschränkung der Anzahl von Buchstaben in Grafiken. Je mehr Text enthalten ist, desto weniger wird die Anzeige vom Werbeanbieter angezeigt, es sei denn die Plattformen platzieren ein höheres Budget bei den sozialen Netzwerken.
- 6.7 Bei Google Adwords bzw bei facebook-Anzeigen kann das Wort „Warnhinweis“ nicht (immer) verlinkt werden (wie gewünscht in § 12 VermAnlG).
- 6.8 Es gibt darüber hinaus keine klare Aussage zu Werbung in Videos und Audio. Es ist weder die Länge der Warnung noch der Ort der Einblendung des Warnhinweises vorgegeben.
- 6.9 Zentraler Ausdruck eines neu zu schaffenden Warnhinweises sollte aus der Sicht des Verbandes die Worte Totalverlust, Totalverlustrisiko oder Komplettverlust sein.
- 6.10 Mögliche Warntexte wären:
Warnung: Totalverlust möglich!
Warnung: Sie riskieren einen Totalverlust!
Warnung: Totalverlust Ihrer Investition möglich!
Warnung: Totalverlust Ihrer Geldanlage möglich!
Warnung: Totalverlust Ihrer Vermögensanlage möglich!
Warnung: Ihre Investition kann komplett verlorengehen!

7. Crowdfunding in Deutschland im europäischen Vergleich asymmetrisch benachteiligt

- 7.1 Es bleibt zu evaluieren, ob das Kleinanlegerschutzgesetz das Wachstum der Branche im europaweiten Vergleich insgesamt negativ beeinflusst hat. Die Sachverständigen hatten bereits bei der Anhörung im Bundestag die Einschätzung geäußert, dass beim besonders in Nordamerika und Europa exponentiell wachsenden Geschäftsmodell der Schwarmfinanzierung Deutschland zurückzufallen droht. Diese Befürchtung wurde durch aktuelle Vergleichsstudien bestätigt.
- 7.2 Grund ist das gegenwärtige deutsche Regulierungsregime, das zwar auf der nationalen Ebene einen überwiegend verbraucherfreundlichen, praxisgerechten und ausgewogenen Regulierungsrahmen gesetzt hat, der den jungen Plattform-Unternehmen eine vergleichsweise niedrige Markteintrittsbarriere bietet, auf der anderen Seite aber nicht kompatibel zur EU-weiten Regulierung von Finanzdienstleistungen ist, die innerhalb der harmonisierten Regeln der Finanzmarkttrichtlinie die Möglichkeit zur europaweiten Vermittlungstätigkeit eröffnen.

- 7.3 In der Konsequenz führt diese, in Bezug auf die EU-weiten Expansionsmöglichkeiten asymmetrische deutsche Regulierung dazu, dass eine junge und innovative Branche der nationalen Digitalwirtschaft in ihren Wachstumsmöglichkeiten auf den deutschen Markt begrenzt ist. Umgekehrt steht aber europäischen Plattformen aus anderen Ländern die Möglichkeit offen, sich unter Nutzung der europäischen Regeln relativ einfach im deutschen Markt zu etablieren. Eine Asymmetrie zu Ungunsten der in Deutschland beheimateten Schwarmfinanzierungs-Plattformen ist entstanden.
- 7.4 Bedenkt man, wie schnell und erfolgreich digitale Geschäftsmodelle wachsen können, außerdem, dass in diesem noch jungen Markt bereits mehrere Übernahmen deutscher Plattformen durch europäische Wettbewerber stattgefunden haben, dass Experten der internetbasierten bankenunabhängigen Finanzierung eine große Zukunft voraus sagen, und dass diese eine positive Auswirkung auf die Finanzstabilität hat, so tut das deutsche Regulierungsregime gut daran, hier den internationalen Anschluss nicht zu verpassen und den deutschen Plattformbetreibern die EU-weit harmonisierte Geschäftstätigkeit zu ermöglichen, welche regulatorisch einheitliche Markteintrittsmöglichkeiten für deutsche Plattformen außerhalb der Landesgrenzen zu vertretbaren Konditionen und Kosten erlaubt.

Weiterentwicklung des Crowdfunding in Deutschland

8. Rechtslage in Deutschland nach dem „Kleinanlegerschutzgesetz“

- 8.1 Durch das „Kleinanlegerschutzgesetz“ wurden in Deutschland erstmals spezifische Regelungen für Schwarmfinanzierungs-(Crowdfunding-)Plattformen geschaffen. Die Regelungen finden Anwendung auf Plattformen, die im Internet Finanzierungen vermitteln, bei denen eine finanzielle Gegenleistung des Emittenten vorgesehen wird. Finanzierungsverträge entstehen dabei unmittelbar zwischen Investoren und Emittenten (digitale Direktfinanzierung). Dies beinhaltet zum einen das sogenannte Crowdinvesting (Mezzanine-Kapital und (wirtschaftliches) Eigenkapital) und zum anderen das Crowdlending oder Peer-to-Peer-Lending (erstrangiges Fremdkapital).
- 8.2 Die Regelungen des „Kleinanlegerschutzgesetzes“ sehen in § 2a VermAnIG n.F. eine Prospektbefreiung bis zu einer Schwelle von EUR 2,5 Millionen vor. Diese greift ausschließlich für bestimmte Vermögensanlagen im Sinne des VermAnIG (Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen“), nicht aber für Wertpapiere. Ihr Eingreifen steht außerdem u.a. unter der Voraussetzung, dass eine entsprechende Finanzierung durch eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt wird, bei der es sich entweder um einen Finanzanlagenvermittler im Sinne von § 34f GewO oder um ein Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne von § 1 Abs. 1a, § 32 Abs. 1 KWG handelt, das ausschließlich Anlageberatung oder Anlagevermittlung erbringt.
- 8.3 Die ganz überwiegende Mehrheit der aktiven Schwarmfinanzierungsplattformen macht in diesem regulatorischen System derzeit von der KWG-Ausnahme nach § 2 Abs. 6 Nr. 8 lit. e) KWG Gebrauch und agiert als Finanzanlagenvermittler im Sinne von § 34f GewO, nicht aber als Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des KWG. Diese Plattformen erbringen ausschließlich Anlagevermittlung in Bezug auf Vermögensanlagen.

- 8.4 Der wirtschaftliche Hintergrund hierfür ist, dass die geschaffene Schwarmfinanzierungs-Sonderregelung, die in § 2a VermAnlG angesiedelt worden ist, eine Prospektbefreiung nur in Bezug auf Vermögensanlagen, nicht aber Wertpapiere im Sinne des WpPG und der EU-ProspektVO vorsieht. Eine Prospektbefreiung im Sinne eines Schwellenwertes gilt für Wertpapieremissionen in Deutschland derzeit nur (nach allgemeinen Regeln) bis zu einem Emissionserlös in Höhe von EUR 100.000 über einen Zeitraum von zwölf Monaten (§ 3 Abs. 2 Nr. 5 WpPG). Die Transaktionskosten einer prospektpflichtigen Wertpapier-Emission sind im Bereich der Schwarmfinanzierung für die meisten Finanzierungsprojekte prohibitiv hoch. Die Kosten, die allein für die Erstellung eines Prospekts anfallen, betragen typischerweise zwischen EUR 30.000 und 50.000. Aus diesem Grund wachsen viele Plattform nicht in dieses Segment, sondern begnügen sich mit dem Status nach § 34f GewO und der Vermittlung von Vermögensanlagen.
- 8.5 Die § 34f GewO-Plattformen haben u.a. die Vermittlerpflichten nach der Finanzanlagenvermittlungsverordnung (FinVermV) einzuhalten, die den Vermittlerpflichten nach §§ 31 ff. WpHG (deutsche Umsetzung der Finanzmarkttrichtlinie MiFID) nachempfunden, aber etwas weniger umfassend sind.
- 8.6 Einige wenige derzeit in Deutschland aktive Plattformen vermitteln demgegenüber (prospektpflichtige) Wertpapieremissionen im Status des gebundenen Vermittlers unter einem Haftungsdach (§ 2 Abs. 10 KWG). Das Haftungsdach ist Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne von § 1 Abs. 1a, § 32 Abs. 1 KWG und zur Einhaltung der Vermittlerpflichten nach §§ 31 ff. WpHG sowie weiterer aufsichtsrechtlicher Pflichten u.a. aus KWG und GwG verpflichtet.

	Prospektpflicht	Plattform-Lizenzpflicht		Plattform-Verhaltenspflichten
Wertpapiere	WpPG, EU-ProspVO	Eigene Lizenz als Finanzdienstleistungsinstitut (FDI) nach § 1 Abs. 1a, § 32 Abs. 1 KWG (Anlagevermittlung)	Tätigkeit als gebundener Vermittler unter einem Haftungsdach (§ 2 Abs. 10 KWG)	WpHG, GwG u.a.
Vermögensanlagen	VermAnlG (Ausnahmen in §§ 2, 2a)	Finanzanlagenvermittler (§ 34f GewO, eröffnet durch § 2 Abs. 6 Nr. 8 lit. e) KWG)		FinVermV

Tabelle 1: National-spezifische Regulierung als Hindernis für europaweite Expansion deutscher Plattformen

- 8.7 Das geschilderte Regelungsregime bewirkt damit, dass die Mehrzahl der derzeit in Deutschland aktiven Plattformen faktisch innerhalb eines Bereichs tätig ist, der ausschließlich national-spezifischer Regulierung unterliegt.
- 8.8 Die Regelungen des VermAnlG, der FinVermV und des § 34f GewO haben – anders als die angesprochenen Regelungen von EU-ProspVO, WpPG, KWG und WpHG – ihren Ursprung nicht in europäisch harmonisierten Regelwerken. Es handelt sich vielmehr um Besonderheiten des deutschen Aufsichts- und Kapitalmarktrechts, die – historisch gewachsen – gleichsam als „zweite Regelungsebene“ unterhalb der Regelungen eingezogen worden sind, die die deutsche Umsetzung der europäisch harmonisierten Regelungen darstellen (insbesondere die nationalen Umsetzungen von Prospektrichtlinie und Finanzmarktrichtlinie in WpPG, KWG und WpHG).
- 8.9 Anders als in anderen Mitgliedstaaten unterfällt damit die Mehrzahl der in Deutschland aktiven Plattformen einem Regelungsrahmen, der die Möglichkeit des sogenannten „europäischen Passes“ nicht vorsieht, in dem also die Regeln zur gegenseitigen Anerkennung der Billigung bzw. Erlaubniserteilung durch hoheitliche Stellen der verschiedenen Mitgliedstaaten nicht greifen.
- 8.10 Dies betrifft zum einen den regulatorischen Status der Plattform selbst. Die von den lokal zuständigen Behörden erteilte und überwachte Lizenz nach § 34f GewO ist keine Lizenz, die innerhalb der harmonisierten Regeln der Finanzmarktrichtlinie die Möglichkeit zur europaweiten Tätigkeit eröffnen würde. Sie ist nicht „Passporting-fähig“.
- 8.11 Es betrifft zum anderen aber auch das Finanzierungsinstrument. Denn der sogenannte europäische Pass für Wertpapierprospekte gemäß Prospektrichtlinie und Prospektverordnung knüpft erstens derzeit – auch wenn insoweit die Rechtslage europaweit nicht klar bzw. einheitlich ist – an das Vorliegen bzw. genauer gesagt die Billigung eines Prospektes, nicht aber an das Eingreifen einer (national geregelten) Prospektausnahme an.
- 8.12 Außerdem aber sieht ein solches Passporting vor, dass es sich bei dem emittierten Instrument um ein Wertpapier im Sinne der genannten Vorschriften handelt. Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen“ sind aber gerade keine Wertpapiere in diesem Sinne. Eine Prospektbefreiung, die im VermAnlG angeordnet ist, ist damit gleichsam in doppelter Hinsicht nicht „Passporting-fähig“.

9. Regulierungsvorschläge

9.1 Erleichterter Erwerb einer Lizenz als Finanzdienstleistungsinstitut (Anlagevermittlung)

- 9.1.1 Die Art und Weise der Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie in Deutschland führt dazu, dass – anders als in anderen Mitgliedstaaten – der Erwerb einer MiFID-Passporting-fähigen Lizenz als Finanzdienstleistungsinstitut (Anlagevermittlung) für viele Schwarmfinanzierungs-Plattformen aufgrund der damit verbundenen anfänglichen und laufenden regulatorischen Kosten sehr schwierig ist. Bei diesen Plattformen handelt es sich häufig um junge Unternehmen kurz nach dem Markteintritt. Es stellt im europäischen Vergleich einen

erheblichen Wettbewerbsnachteil und ein Wachstumshemmnis dar, dass – wie die Realität des deutschen Schwarmfinanzierungs-Marktes zeigt – der Erwerb einer MiFID-Passporting-fähigen Lizenz für die überwiegende Mehrzahl dieser Plattformen wirtschaftlich (noch) nicht in Reichweite ist. Auch unabhängig von der Situation der derzeit bestehenden Plattformen sollten die Markteintrittsbarrieren nicht so hoch sein, dass Neugründungen in diesem Bereich der Marktzutritt aus regulatorischen Gründen versperrt wird.

- 9.1.2 Dies steht in Einklang mit den Zielen, die im Aktionsplan der EU-Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion¹ formuliert werden. Demnach sollen „innovative Formen der Unternehmensfinanzierung wie Crowdfunding, Privatplatzierungen und Kreditfonds unter gleichzeitiger Wahrung des Anlegerschutzes und der Finanzstabilität“ gefördert werden. Dort heißt es weiter: „Auf Wertpapieranlagen basierende Crowdfunding-Plattformen können schon heute im Rahmen der Richtlinie über Märkte für Finanzdienstleistungen (MiFID) eine Zulassung erhalten und mit dem Europäischen Pass geregelte Dienstleistungen erbringen bzw. Tätigkeiten ausüben (wenn die Crowdfunding-Plattform als Wertpapierfirma zugelassen ist und die einschlägigen MiFID Anforderungen erfüllt).“ In Deutschland scheitert dies aber (zusätzlich zum Fehlen eines geeigneten Finanzierungsinstruments für eine europäische Expansion) faktisch an der Höhe der regulatorischen Hürden für den Erwerb einer MiFID-Lizenz.
- 9.1.3 Bereits § 34f GewO, § 2a VermAnIG und die FinVermV stellen allerdings eine Vielzahl von teils komplexen, haftungs- und kostenträchtigen regulatorischen Anforderungen an Plattformen, die Finanzanlagevermittlung erbringen, wie etwa:
- Sachkundenachweis der Mitarbeiter
 - Berufshaftpflichtversicherung und Eintragung im Vermittlerregister
 - Verhaltens- und Warnpflichten bei der Werbung
 - Bereitstellung eines VIB und Implementierung und Durchführung des Verfahrens zur Bestätigung des VIB-Warnhinweises nach der „Vermögensanlagen-Informationsblatt-Bestätigungsverordnung“ (VIBBestV)
 - Vermeidung von Interessenkonflikten
 - Umfassende Informations- und Dokumentationspflichten, wie etwa Aufklärung über Kosten und Zuwendungen, Bereitstellung von Informationen zu Risiken der Anlage, möglichen Interessenkonflikten und zum Status des Vermittlers
 - Prüfung der Schwellenwerte für die Prospektprivilegierung
 - Geldwäscherechtliche Identifikation von Investoren in Abstimmung mit dem eingebundenen Zahlungsdienstleister für Investments oberhalb von EUR 15.000
 - Durchführung von Angemessenheitstests und Erteilung entsprechender Hinweise
 - Pflicht zur jährlichen Prüfung der Einhaltung der Vermittlerpflichten durch einen geeigneten Prüfer und zur Einreichung von Prüfungsberichten
- 9.1.4 Hinzu kommen weitere, teils strenge Anforderungen aus den allgemeinen Verbraucherschutzrechtlichen Regelungen für Finanzdienstleistungen im Fernabsatz. Sowohl die aufsichtsrechtlichen als auch die Verbraucherschutzrechtlichen Vermittler-Regeln

¹ COM(2015) 468 final vom 30.9.2015.

sind außerdem teils sehr streng sanktioniert. Sanktionen wie der bei Verfahrensfehlern schnell drohende Verlust der Prospektbefreiung und das für Finanzdienstleistungen nach wie vor ggf. eingreifende „ewige Widerrufsrecht“ können existenzbedrohende Risiken für Emittenten und Plattformen darstellen. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass die strengen Sanktionen gleichzeitig mit erheblicher Rechtsunsicherheit hinsichtlich ihres Eingreifens einhergehen, da die Regelungen teils wenig konkret und derzeit teils auch noch regelungstechnisch unsauber sind.

9.1.5 Vergleicht man diese Anforderungen an Vermittler von digitalen Finanzierungen im Status von § 34f GewO mit den Regelungen für solche Finanzdienstleistungsinstitute im Sinne des KWG, die sich a) auf die Anlagevermittlung beschränken, b) nicht auf eigene Rechnung mit Finanzinstrumenten handeln und c) nicht befugt sind, sich Eigentum oder Besitz an Geldern oder Wertpapieren von Kunden zu verschaffen, also mit FDI der „Gruppe IIIb“ (in der Diktion der Bundesbank), die am ehesten mit Vermittlern nach § 34f GewO vergleichbar sind, aber über eine Passporting-fähige MiFID-Lizenz verfügen, so zeigt sich: Die derzeit zusätzlich bestehenden Pflichten für diese FDI sind teils sehr aufwändig und kostenträchtig, aber für den Bereich der Schwarmfinanzierung bzw. der digitalen Direktfinanzierung mit Blick auf die gesetzlichen Zielsetzungen des Investorenschutzes und der Finanzstabilität nicht veranlasst.

9.1.6 Diese sind die folgenden Anforderungen:

9.1.6.1 Anfangskapital und Pflichtmitgliedschaft in der Einlagensicherungseinrichtung: Es erschließt sich weder unter dem Aspekt des Schutzes der Marktparteien noch vor dem Hintergrund etwaiger systemischer Risiken, wieso für einen Vermittler, der weder mit Geldern noch mit Instrumenten der Anleger in Berührung kommen darf, über die Berufshaftpflichtversicherung hinaus Eigenkapitalanforderungen bzw. die Pflicht zur Mitgliedschaft in einer Einlagensicherungseinrichtung gelten müssen. Eine „Seriositätsschwelle“ von EUR 50.000 Eigenkapital (wie derzeit für FDI der Gruppe IIIb geltend) stellt demgegenüber keine unüberwindliche Markteintrittsbarriere dar.

9.1.6.2 Aufsichtsrechtliches Meldewesen und interne Organisation: Diese Pflichten sind aufwandsträchtig und für Vermittler von digitalen Direktfinanzierungen aufgrund der sehr geringen potentiellen systemischen Risiken, die von ihnen ausgehen können, kaum veranlasst. Der gleichwohl vom Gesetzgeber als erforderlich erachtete Aufwand könnte allerdings durch entsprechende Handreichungen, Musterdokumente und automatisierte Prozesse und Schnittstellen deutlich minimiert werden.

9.1.6.3 Inhaberkontrollverfahren: Auch dies erscheint für Vermittler von digitalen Direktfinanzierungen aufgrund geringer systemischer Relevanz nicht in Breite und Tiefe erforderlich (unbeschadet einer allgemeinen Zuverlässigkeitsprüfung, wie sie ja auch im Rahmen von § 34f GewO stattfindet).

9.1.6.4 Interne Revision: Soweit dies vom Gesetzgeber als unerlässlich erachtet wird, sollte jedenfalls eine kostengünstige Lösung durch zentrale externe Dienstleister angestrebt werden, etwa auf Verbandsebene.

- 9.1.6.5 Geldwäscherechtliche Anforderungen: Wieso geldwäscherechtlich eine Pflicht zur Identifikation der Kunden von Vermittlern von Schwarmfinanzierungen unabhängig vom Investitionsvolumen bei jeder Begründung einer Geschäftsbeziehung (also bereits beim Anlegen eines Plattform-Accounts?) eingreifen sollte und nicht erst ab dem allgemein gültigen Schwellenwert von EUR 15.000, erschließt sich angesichts der geringen Volumina solcher Individual-Investments nicht.
- 9.1.7 Im Ergebnis sollte also ein neuer aufsichtsrechtlicher Status des „digitalen Anlagevermittlers“ geschaffen werden.
- 9.1.8 Für diese neue Kategorie von FDI müssten, wie gerade dargelegt, inhaltlich ähnliche Anforderungen und Vermittlerpflichten gelten wie derzeit für Schwarmfinanzierungs-Plattformen im Status von § 34f GewO.
- 9.1.9 Ein solcher Regelungsrahmen trägt den Zielsetzungen des Investorenschutzes und der Finanzstabilität angemessen Rechnung, ohne die Vermittler mit übermäßigen regulatorischen Kosten zu belasten. Von diesem Pflichtenkatalog müsste nur insoweit abgewichen werden, wie dies durch europarechtliche Vorgaben zwingend festgelegt ist.
- 9.1.10 Die neue Kategorie von FDI würde von BaFin und Bundesbank beaufsichtigt und erhielte eine „Passporting-fähige“ Lizenz nach § 32 KWG.

9.2 Schaffung von transaktionskostengünstigen, „Passporting-fähigen“ Finanzinstrumenten

9.2.1 Passporting-fähiges Finanzinstrument für Schwarmfinanzierungen

- 9.2.1.1 Eine Vermittlerlizenz, die zur europaweiten Tätigkeit berechtigt, reicht für sich genommen für eine deutsche Plattform noch nicht aus, um europaweit digital Emissionen zu vermitteln. Hierfür ist zusätzlich ein Finanzinstrument erforderlich, das auch bei kleineren Emissionsvolumina zu vertretbaren Transaktionskosten europaweit öffentlich angeboten werden darf. Diese Möglichkeit besteht derzeit nicht, wie oben bereits ausgeführt worden ist.

9.2.2 Vorschläge der EU-Kommission im Rahmen der Kapitalmarktunion

- 9.2.2.1 Die Vorschläge hierzu, die die EU-Kommission im Rahmen der Diskussion zur Kapitalmarktunion vorlegt, sind im Grundsatz begrüßenswert.
- 9.2.2.2 So ist es ein wesentliches Ziel des Verordnungsvorschlags, der im Rahmen der Überarbeitung des Prospektregimes vorgelegt worden ist², dass „für alle Emittentengruppen maßgeschneiderte Offenlegungspflichten ausgearbeitet“ werden sollen. Weiter heißt es dort: „Die vorgeschlagenen Maßnahmen sollen ... den Verwaltungsaufwand bei der Prospekterstellung für alle Emittenten, insbesondere für KMU, ... , verringern.“
- 9.2.2.3 Weiterhin schlägt die Kommission vor, den maximalen Angebotsgegenwert, bei dessen Unterschreitung die Mitgliedstaaten jeweils inländische Angebote von der EU-Prospektpflicht

² COM(2015) 583 final - 2015/0268 (COD) vom 30.11.2015.

befreien können (Obergrenze für die von den Mitgliedstaaten konkret festzulegende nationale Prospektschwelle), auf 10 Mio. EUR zu setzen. Dieser Wert liegt derzeit auf Ebene der Richtlinie bei EUR 5 Mio.

9.2.2.4 Bei der Umsetzung der Vorgaben der Prospektrichtlinie in Deutschland wurde allerdings, wie bereits ausgeführt, eine Prospektschwelle für nationale Angebote in Höhe von nur EUR 100.000 geregelt. Dies entspricht der derzeitigen Untergrenze für die nationale Prospektschwelle gemäß Prospektrichtlinie.

9.2.2.5 Diese Untergrenze soll künftig auf Ebene der Richtlinie auf EUR 500.000 festgelegt werden. Die Kommission begründet dies mit dem zutreffenden Argument, dass „die Kosten für die Prospekterstellung in keinem Verhältnis zum geplanten Erlös stehen, wenn ein öffentliches Wertpapierangebot weniger als 500.000 EUR beträgt, wie dies üblicherweise bei auf Wertpapieranlagen basierenden Crowdfunding-Plattformen der Fall ist.“

9.2.2.6 Dieses Argument trifft allerdings auch auf Angebote mit deutlich höheren Volumina zu. Die Praxis zeigt, dass prospektgebundene Angebote (auch im Crowdfunding-Bereich) in der Regel erst ab einem Emissionsvolumen von EUR 5 Mio. stattfinden. Bei kleineren Emissionsvolumina wirken sich die Transaktionskosten regelmäßig prohibitiv aus, und auch bei geplanten Emissionen im Umfang von EUR 5 Mio. können – je nach Situation – hohe Strukturierungskosten ein prospektgebundenes Angebot verhindern. Um dieses Marktversagen zu beheben und keinen Bereich mehr zu belassen, in dem ein öffentliches Angebot für einen Emittenten nicht möglich ist, wäre eine Prospektschwelle in Höhe von mindestens EUR 5 Mio., besser aber in Höhe von EUR 10 Mio. (entsprechend der vorgeschlagenen neuen Obergrenze gemäß Prospektrichtlinie) wünschenswert.

9.2.3 Möglichkeit eines europaweiten Angebots, auch wenn eine Prospektbefreiung eingreift („europäischer Pass für prospektbefreite Emission“).

9.2.3.1 Auch bei einer Prospektschwelle in Höhe von EUR 10 Mio. wäre es aber – wie oben ausgeführt – nach derzeitiger Rechtslage und auch nach dem Kommissionsvorschlag nicht möglich, rechtssicher ein europaweites Angebot einer prospektbefreiten Emission durchzuführen. Denn der „europäische Pass“ knüpft derzeit an die Billigung eines Prospekts an.

9.2.3.2 Kritik verdient der Kommissionsvorschlag daher in dem Punkt, dass die Prospektbefreiung weiterhin „nur für inländische Angebote“ gelten soll, „für die keine Notifizierung im Rahmen des europäischen Passes für andere Aufnahmemitgliedstaaten beantragt wird.“³

9.2.3.3 Eine solche Regelung verhindert einen europäischen Markt für kleinvolumige Emissionen⁴. Gründe, die für eine solche – an sich wesensfremde – Einschränkung sprechen würden,

³ Nach Art. 23 f. des Verordnungsvorschlags knüpfen die Regelungen zur europaweiten Geltung und zum Notifizierungsverfahren weiterhin an die Billigung eines Prospektes durch die zuständige Behörde eines Mitgliedstaates an. Die Prospektausnahme nach Art. 3 Abs. 2 des Verordnungsvorschlags gilt demgegenüber ausdrücklich nur, falls „das Angebot nur für den betreffenden Mitgliedstaat gilt“.

sind nicht unmittelbar ersichtlich. Insbesondere spielt es weder für den Investorenschutz noch für die Finanzmarktstabilität eine Rolle, ob durch ein prospektbefreites Angebot in einer gegebenen Höhe Investoren in einem oder in mehreren Mitgliedstaaten angesprochen werden.

9.2.3.4 Die europaweite Geltung der Privilegierung könnte außerdem – in Einklang mit dem deutschen, im „Kleinanlegerschutzgesetz“ umgesetzten Konzept – an die Vermittlung durch eine Plattform gebunden werden, die als „Gatekeeper“ fungiert und schon aus eigenem Reputationsschutzinteresse angemessene Transparenz von Emittenten einfordern wird.

9.2.4 Transaktionskostengünstige Prospektformate

9.2.4.1 Falle keine Passporting-fähige Prospektbefreiung geschaffen würde, ist jedenfalls die Definition von transaktionskostengünstigen Prospektformaten dringend angezeigt.

9.2.4.2 Sehr in die richtige Richtung geht insoweit Artikel 15 des Verordnungsvorschlags der Kommission, wonach Unternehmen unter bestimmten Voraussetzungen „zur Erstellung eines Prospekts in einem strukturierten Format in Form eines Fragebogens mit standardisiertem Text berechtigt“ sind, „der vom Emittenten auszufüllen ist.“

9.2.4.3 Zu diesem Zweck sind sowohl das spezielle Registrierungsformular als auch die spezielle Wertpapierbeschreibung entsprechend zu strukturieren.“

9.2.4.4 Im Bereich der digitalen Vermittlung könnte insoweit zusätzlich berücksichtigt werden, dass für Investoren in der Regel auch die Möglichkeit besteht, Emittenten über die Plattform Fragen zur Emission zu stellen. Dies wird von den Investoren in der Regel auch intensiv genutzt und die Antworten der Emittenten werden in Investorenforen im Internet diskutiert. Diese interaktive Form der Transparenz hat eine andere Qualität als die bloße unidirektionale Verlautbarung des Emittenten in einem Prospekt, der notwendigerweise auch viele Informationen mit geringer Relevanz für Investoren enthält und über dessen Inhalt letztlich der Emittent selbst entscheidet.

9.2.4.5 Denkbar wäre auch, verschiedene „Prospekt-Light“-Formate z.B. für einzelne Asset-Klassen in Abstimmung mit Branchenverbänden auf Soft Law-Basis zu organisieren.

9.2.4.6 Im Dialog zwischen BaFin und Verbänden könnten entsprechende Fragebögen bzw. Gliederungs-Schemata entworfen und der BaFin zur Freigabe vorgelegt werden. Nur Emissionen, die im Einklang mit diesen Vorgaben strukturiert würden, kämen in den Genuss der Privilegierungen. Diese Lösung hätte den Vorteil, dass auf zukünftige Marktentwicklungen flexibel reagiert werden könnte.

⁴ Zutreffende Kritik auch von European Crowdfunding Network, the UK Crowdfunding Association and Financement Participatif France (FPF): Industry Response to Commission Proposal for a Regulation (COM/2015/0583 final - 2015/0268 (COD)).

9.3 „Aktiengesellschaft Light“

- 9.3.1 Im Bereich echter Eigenkapital-Emissionen kommt in Deutschland erschwerend hinzu, dass neben dem transaktionskostentreibenden Prospektregime bereits keine passende gesellschaftsrechtliche Rechtsform zur Verfügung steht, innerhalb derer Eigenkapital-Emissionen junger Wachstumsunternehmen organisiert werden könnten.
- 9.3.2 Die GmbH ist als Rechtsform für geschlossene, personalistisch geprägte Gesellschaften konzipiert. Das Eingehen und die Übertragung von Geschäftsanteilen erfordert stets die Mitwirkung eines Notars.
- 9.3.3 Die Aktiengesellschaft wiederum als Rechtsform für Publikumsgesellschaften bietet zwar einen guten Investorenschutz in Form eines gesetzlich standardisierten und durch den Grundsatz der Satzungsstrenge (§ 23 Abs. 5 AktG) abgesicherten Interessenausgleichs zwischen Gesellschaftern und Gesellschaft sowie zwischen Minderheits- und Mehrheitsaktionären. Dieser Interessenausgleich beruht auf einer über 100jährigen Rechtstradition und stellt ein entsprechend ausgefeiltes und im Kern auch praxisfestes System dar.
- 9.3.4 In ihrer derzeitigen Form bringt die Aktiengesellschaft aber für die Unternehmen, die diese Rechtsform wählen, sowohl im Zuge der Einwerbung von Kapital als auch bei der laufenden Verwaltung (z.B. Präsenz-Hauptversammlung) erhebliche Transaktionskosten mit sich, da zum einen viele Vorgänge gesellschaftsrechtlich streng formalisiert sind und zum anderen Aktien „geborene“ Wertpapiere sind, sodass für ihre Emission zwingend das Schutzregime u.a. des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) in Verbindung mit der EU-Prospektverordnung sowie für in die Emission eingebundene Vermittler das Kreditwesengesetz (KWG) und das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) gelten.
- 9.3.5 Diese Transaktionskosten verbieten es jungen Wachstumsunternehmen in vielen Fällen, sich der Rechtsform der Aktiengesellschaft zu bedienen.
- 9.3.6 Die stattdessen derzeit im Rahmen des Crowdfunding genutzten und durch das „Kleinanlegerschutzgesetz“ gesetzlich privilegierten Nachrangdarlehen haben demgegenüber für beide Marktseiten den Nachteil, dass es sich nicht um ein echtes Eigenkapitalinstrument handelt. Sie können insbesondere nicht als dauerhafte Beteiligung oder als bilanzielles Eigenkapital im Sinne des Handelsgesetzbuchs ausgestaltet werden. Es existiert außerdem kein gesetzliches Investorenschutzsystem wie in der AG. Nachrangdarlehen gewähren keine Stimmrechte. Weiterhin ist die Beteiligungsform in keiner Weise gesetzlich standardisiert. Die Regelungen des Aktiengesetzes werden daher in der Praxis von den Plattformen in aufwändiger Strukturierungsarbeit in schuldrechtlichen Verträgen nachgebildet, um ein besseres Investorenschutzniveau zu erreichen. Die fehlende Standardisierung steht darüber hinaus der Herausbildung eines Sekundärmarktes (als Desinvestitionsmöglichkeit für Investoren) entgegen.
- 9.3.7 Im europäischen Ausland ist demgegenüber die Nutzung von echten Eigenkapitalinstrumenten im Bereich des Crowdfundings die Norm. Hier haben vielfach die jeweiligen Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden angemessene Erleichterungen für die

Emission von Anteilen junger Unternehmen geschaffen. Durch das derzeitige Fehlen von einfachen Lösungen im Bereich des echten Eigenkapitals ist es denkbar, dass das Wachstum des deutschen Crowdfunding-Marktes, aber auch des problematischen deutschen Marktes für Wachstumskapital insgesamt, von der internationalen Entwicklung abgekoppelt wird.

- 9.3.8 Eine Lösung für dieses Regelungsproblem könnte eine spezifische Beteiligungsform für Wachstumsunternehmen sein, die nicht gänzlich neu gestaltet, sondern – ähnlich wie die Unternehmersgesellschaft (haftungsbeschränkt) aus der GmbH – durch punktuelle Modifikationen aus der Aktiengesellschaft abgeleitet wird und im Ergebnis eine Variante der Aktiengesellschaft („AG light“) darstellen würde.
- 9.3.9 Ziel müsste es dabei sein, ein möglichst gutes Investorenschutzniveau auf Basis des aktienrechtlichen Interessenausgleichsystems zu geringeren Transaktionskosten zu erreichen. Gleichzeitig sollte aber hinsichtlich der Regulierungsdichte ausreichend Spielraum gelassen werden, um weitere Innovationen im Markt zuzulassen und den Marktakteuren ein Experimentieren mit den neuen Regelungen zu ermöglichen.
- 9.3.10 Hierzu sollten punktuell im bestehenden System des Aktienrechts, Kapitalmarktrechts und Rechts der Rechnungslegung die „Transaktionskostentreiber“ identifiziert und „entschärft“ werden, die sich auf eine Kapitalaufnahme von jungen Wachstumsunternehmen am ehesten prohibitiv auswirken. Das Ausmaß an Erleichterungen, das der jeweiligen „AG light“ gewährt wird, könnte dabei an Kennziffern geknüpft werden, wie es derzeit bereits im Bereich des Rechts der Rechnungslegung durch die Größenklassen nach § 267 HGB der Fall ist.
- 9.3.11 Daneben könnte – wiederum in Anlehnung an die Regelungen zur Unternehmersgesellschaft (haftungsbeschränkt) – die Standardisierung von Dokumenten und Prozessen zur Senkung von Transaktionskosten eingesetzt werden. Gesetzlich definierte oder auf „Soft Law“-Basis organisierte Muster für Standard-Vorgänge in der AG wie etwa die Gründung, Kapitalerhöhung und Durchführung der Hauptversammlung, die einer digitalen Abwicklung (einschließlich der „virtuellen Hauptversammlung“) zugänglich wären, könnten entscheidend dazu beitragen, die „AG light“ von Transaktionskosten zu entlasten. Zur dringend notwendigen Stärkung des Innovationsstandorts Deutschland sollte im Dialog zwischen Gesetzgeber und Branchenverbänden ein entsprechendes, für Wachstumsunternehmen passendes Regelungssystem entwickelt und umgesetzt werden.