



## Wortprotokoll der 39. Sitzung

### Finanzausschuss

Berlin, den 8. April 2019, 13:00 Uhr  
Berlin, Paul-Löbe-Haus  
Sitzungssaal E 400

Vorsitz: Bettina Stark-Watzinger, MdB

## Öffentliche Anhörung

### Einziges Tagesordnungspunkt

Seite 5

Gesetzentwurf der Bundesregierung

**Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Ausführung  
der EU-Prospektverordnung und zur Änderung  
von  
Finanzmarktgesetzen**

**BT-Drucksachen 19/8005, 19/8617**

**Federführend:**  
Finanzausschuss

**Mitberatend:**  
Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz

**Gutachtlich:**  
Parlamentarischer Beirat für nachhaltige Entwicklung



**Teilnehmende Sachverständige:**

**1. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)**

Oberfrank, Jürgen

Höhlein, Thomas

Koch, Rüdiger

**2. Bundesverband Crowdfunding e. V.**

Riethmüller, Tobias

Zwinge, Tamo

**3. Die Deutsche Kreditwirtschaft**

Küster, Martina (bdb)

Engelhard, Michael (DSGV)

Brinschwitz, Sebastian (DSGV)

**4. DSW – Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.**

Tüngler, Marc

**5. institut für finanzdienstleistungen e. V. (iff)**

Ulbricht, Dr. Dirk



**6. Kapilendo AG**

Pieper, Ralph

**7. Mattil, Peter**

Rechtsanwalt

**Mitglieder des Ausschusses**

|                           | <b>Ordentliche Mitglieder</b>  | <b>Stellvertretende Mitglieder</b> |
|---------------------------|--|------------------------------------|
| CDU/CSU                   | Güntzler, Fritz<br>Müller, Sepp<br>Steiniger, Johannes<br>Tillmann, Antje        |                                    |
| SPD                       | Arndt-Brauer, Ingrid<br>Hakverdi, Metin<br>Kiziltepe, Cansel<br>Ryglewski, Sarah |                                    |
| AfD                       | Gminder, Franziska<br>Gottschalk, Kay<br>Keuter, Stefan                          |                                    |
| FDP                       | Schäffler, Frank<br>Stark-Watzinger, Bettina                                     |                                    |
| DIE LINKE.                | Zdebel, Hubertus   |                                    |
| BÜNDNIS 90/<br>DIE GRÜNEN | Schmidt, Stefan  |                                    |



Beginn der Sitzung: 13:00 Uhr

### **Einziger Tagesordnungspunkt**

Gesetzentwurf der Bundesregierung

### **Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen**

**BT-Drucksachen 19/8005, 19/8617**

**Vorsitzende** Bettina Stark-Watzinger: Ich begrüße die Sachverständigen, die der Einladung zur heutigen Anhörung im Finanzausschuss gefolgt sind.

Soweit Sie als Sachverständige davon Gebrauch gemacht haben, dem Finanzausschuss vorab eine schriftliche Stellungnahme zukommen zu lassen, sind diese an alle Mitglieder des Ausschusses verteilt worden. Sie werden auch Bestandteil des Protokolls der heutigen Sitzung.

Ich begrüße die Kolleginnen und Kollegen des Finanzausschusses und, soweit anwesend, die der mitberatenden Ausschüsse. Für das Bundesministerium der Finanzen darf ich Frau Ministerialdirigentin Dr. Wimmer sowie weitere Fachbeamte begrüßen. Ferner begrüße ich die Vertreter der Länder.

Gegenstand der heutigen Anhörung ist der Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen“ (BT-Drucksache 19/8005).

Ergänzend hierzu liegt Ihnen der 2. Bericht der Bundesregierung über die Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3. Juli 2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in §§ 2a bis 2c des Vermögensanlagengesetzes auf Ausschussdrucksache 19(7)185 vor.

Zum Ablauf der Anhörung: Für die Anhörung ist ein Zeitraum von 1 Stunden und 30 Minuten vorgesehen, also bis ca. 14:30 Uhr. Ziel ist es, möglichst vielen Kolleginnen und Kollegen die Möglichkeit zur Fragestellung zu geben.

Um dieses Ziel zu erreichen, hat sich der Finanzausschuss in dieser Legislaturperiode für ein neues Modell der Befragung entschieden, das heißt die vereinbarte Gesamtzeit wird entsprechend der Fraktionsstärke in Einheiten von jeweils 5 Minuten

unterteilt. In diesem Zeitraum müssen sowohl Fragen als auch Antworten erfolgen. Je kürzer die Fragen formuliert werden, desto mehr Zeit bleibt für die Antworten. Wenn mehrere Sachverständige gefragt werden, bitten wir, fair darauf zu achten, den folgenden Experten ebenfalls Zeit zur Antwort zu lassen.

Um Ihnen ein Gefühl für die Zeit zu vermitteln, wird nach 4 Minuten und 30 Sekunden ein Signalton ertönen. Dann verbleiben noch 30 Sekunden für die Antwort. Unsere bisherigen Anhörungen haben gezeigt, dass dies bei etwas gutem Willen und gegenseitigem Verständnis gut möglich ist.

Die fragestellenden Kolleginnen und Kollegen darf ich bitten, stets zu Beginn ihrer Frage die Sachverständigen zu nennen, an die sich die Frage richtet, und bei einem Verband nicht die Abkürzung, sondern den vollen Namen zu nennen, um Verwechslungen zu vermeiden.

Die Fraktionen werden gebeten, soweit nicht bereits geschehen, ihre Fragesteller im Vorhinein bei mir anzumelden.

Zu der Anhörung wird ein Wortprotokoll erstellt. Zu diesem Zweck wird die Anhörung mitgeschnitten. Zur Erleichterung derjenigen, die unter Zuhilfenahme des Mitschnitts das Protokoll erstellen, werden die Sachverständigen vor jeder Abgabe einer Stellungnahme von mir namentlich aufgerufen.

Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende der Redebeiträge wieder abzuschalten, damit es zu keinen Störungen kommt. Die erste Frage kommt von dem Kollegen der CDU/CSU, Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Im Gesetzentwurf geht es uns zum einen um den Verbraucherschutz und zum anderen um die Verbesserung der Finanzierung mittelständischer Unternehmen. Vor dem Hintergrund, dass die meisten kleinen und mittelständischen Unternehmen in Deutschland in der Rechtsform der GmbH geführt werden, ist es uns besonders wichtig, auch für sie eine Bürokratieentlastung herbeizuführen. Deshalb meine Fragen an den Bundesverband Crowdfunding:

Es geht um die Möglichkeit einer Ausweitung der Prospektfreiheitsgrenze auf GmbH-Anteile und weitere Vermögensanteile. Mich würde Ihre Einschätzung interessieren, ob Sie das für sinnvoll



erachten. Leider ist dies im Gesetzentwurf bislang nicht vorgesehen. Was allerdings vorgesehen ist, ist die Erweiterung der Befreiung auf Genussrechte. Da würde ich Sie auch um Ihre Einschätzung bitten, ob dies eine gute Regelung ist und das Problem löst oder ob Änderungen notwendig sind.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding e.V.): Kommen wir zuerst zur Frage, warum die Prospektausnahme auf die GmbH-Anteile erweitert werden sollte. Die aktuelle Regelung im Gesetz sieht lediglich eine Prospektausnahme für Nachrangdarlehen und für partiarische Darlehen vor. Das ist insofern problematisch, da es für Nachrangdarlehen und partiarische Darlehen keine gesetzlichen Informationskontroll- und Stimmrechte gibt. Das heißt, Investoren die in Form von Darlehen investieren, haben eine relativ schwache Rechtsstellung. Zwar bemüht sich die Crowdfunding Branche, die Rechtsstellung der einzelnen Anleger durch vertragliche Gestaltungen zu stärken, dem sind aber Grenzen gesetzt, wenn es um Darlehenskonstellationen und um Genussrechte geht. Dazu wird Herr Riethmüller noch etwas sagen.

Das grundsätzliche Problem ist, dass wenn ein partiarisches Darlehen mit zu starken Anlegerrechten ausgestaltet wird – also mit Rechten, die in Richtung der Stellung eines Gesellschafters gehen –, dass dann das partiarische Darlehen zu einer atypisch stillen Beteiligung umgestaltet wird. Diese ist wiederum prospektpflichtig, sodass die Schwarmfinanzierungsausnahme nicht genutzt werden kann, wenn die Anlegerrechte zu stark ausgestaltet werden. Das heißt, die Plattformen sind aktuell in der Situation, dass sie den Investoren keine starke Rechtsposition einräumen dürfen, damit die Prospektfreiheit bestehen bleibt. Das ist natürlich weder im Sinne der Investoren, noch im Sinne der Plattformen.

Deshalb kennt man das Institut der Darlehensfinanzierung im Venture-Capital-Bereich nicht, stattdessen nutzt man ausschließlich die Eigenkapitalbeteiligung. Eine GmbH-Beteiligung ist vorzuzugswürdig, weil man damit eine sehr starke Rechtsposition hat – nämlich Stimmrechte, Kontrollrechte und

Informationsrechte, die auch nicht durch vertragliche Abreden abbedungen werden könnten, auch nicht durch Pooling-Vereinbarungen. Man hätte starke Rechtspositionen, die garantiert wären.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Dr. Tobias Riethmüller, bitte.

Sv **Dr. Tobias Riethmüller** (Bundesverband Crowdfunding e.V.): Vielleicht noch kurz zum Vergleich mit den Genussrechten: Aus Sicht der Emittenten, haben Genussrechte den Vorteil, dass sie als HGB-Eigenkapital ausgestaltet werden können. Anders als partiarische Nachrangdarlehen, die kein HGB-Eigenkapital darstellen. Wie Herr Zwinge schon ausgeführt hat, sind partiarische Nachrangdarlehen für den Anleger nicht mit der starken Rechtsstellung verbunden, die bei GmbH-Anteilen schon eingebaut ist.

In diesem Zusammenhang möchte ich den Aspekt der Beteiligung an der Unternehmenswertsteigerung in den Vordergrund rücken. Bei den GmbH-Anteilen, wo ich Eigentümer oder Miteigentümer des Unternehmens bin, ist eine Beteiligung an einer Unternehmenswertsteigerung per se gegeben, während Genussrechte – genau wie partiarische Darlehen – schuldrechtliche Beteiligungsformen sind.

Die Beteiligung an der Unternehmenswertsteigerung ist bei der Startup-Finanzierung der ökonomisch wichtigste Aspekt. Abseits von GmbH-Anteilen oder Aktien muss dies mit schuldrechtlichen Mitteln nachgebildet werden. Dies versuchen die Plattformen auch, was aber schwieriger darzustellen ist als bei einer echten gesellschaftsrechtlichen Beteiligung, wo das Ganze per se schon gegeben ist.

Ich möchte zudem auf den Evaluierungsbericht eingehen, wo die Argumentation ein Stückweit dahin geht, dass die Gesellschafterrechte durch eine Prospektfreiheit wieder eingeschränkt würden und damit die Beteiligung im Endeffekt doch wieder weniger wert sei. Ich glaube, es ist relativ eindeutig, dass sie jedenfalls nicht weniger wert wäre, als eine rein schuldrechtliche Beteiligung, selbst wenn es ein Pooling gibt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD, Frau Ryglewski, bitte.



Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Ich möchte zum Gesetz zurückgehen und hätte eine Frage an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Ich möchte gerne wissen, wie Sie die geplante Anhebung der Schwellenwerte für prospektfreie Emission von Kreditinstituten von 5 auf 8 Millionen Euro bewerten? Das ist eine deutliche Erhöhung. Vor allem vor dem Hintergrund, dass diese auch im Unterschied zu anderen Anbietern kein Wertpapierinformationsblatt erstellen bzw. veröffentlichen müssen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank, bitte.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Es ist richtig, dass für Kreditinstitute und für Unternehmen, die bereits an einem geregelten Markt gehandelt werden, die Schwelle von 5 Millionen Euro auf 8 Millionen Euro angehoben werden soll, ohne das ein Wertpapierinformationsblatt erstellt werden muss. Allerdings bestehen für diese zwei Gruppen von Unternehmen andere Sicherungssysteme, die aus Sicht der BaFin die Anhebung der Schwelle als sinnvoll erscheinen lassen. Bei Kreditinstituten wäre es die Aufsicht durch die BaFin.

Ich glaube, die Aufsicht über Kreditinstitute ist sehr intensiv. Das ist mit anderen Unternehmen überhaupt nicht vergleichbar. Ich nenne nur Prüfpunkte, wie „wirtschaftliche Verhältnisse“, „Eigenkapitalliquidität“ und „Eignung der Geschäftsführer“. Hier sollten sich die Anleger sicher sein, dass es ein ordentlich geführtes Unternehmen ist.

Was Unternehmen angeht, deren Wertpapiere bereits an einem geregelten Markt gehandelt werden, so ist von ihnen schon einmal ein Prospekt veröffentlicht worden. Außerdem unterliegen diese Gesellschaften recht umfangreichen Zulassungs- und Folgepflichten. Dazu gehört zum Beispiel die „Ad-hoc-Publizität“, wo Insiderinformationen frühzeitig veröffentlicht werden müssen, ebenso Stimmrechtsveränderungen von nennenswerten Umfang und Geschäfte der Geschäftsführer mit eigenen Wertpapieren. Wir denken, es ist bei diesen Unternehmen ein Transparenzniveau gegeben, das es nicht erforderlich macht, nochmals ein Wertpapierinformationsblatt zu erstellen.

Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Dann möchte ich dieselbe Frage an die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) stellen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)): Ich sehe es letztlich genauso. Es gibt dennoch einen Unterschied zu der Antwort der BaFin.

Wir fragen uns, warum Gleiches ungleich behandelt wird. Wir fordern bei allen Emissionen ein Wertpapierinformationsblatt, auch bei den Banken und bei Emittenten, die bereits am regulierten Markt notieren. Wir gehen davon aus, dass bei jeder Emission ein Informationsblatt vorliegen sollte.

Wir haben gerade erst unter den Privatanlegern in Deutschland eine Umfrage gemacht und bemerkt, dass das Wertpapierinformationsblatt bei der Auswahl und beim Informationsaustausch über die Produkte eine sehr große Rolle spielt. Deswegen wünschen wir uns, dass Gleiches auch gleich behandelt wird und keine Unterscheidung stattfindet.

Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Dann möchte ich die Frage noch einmal an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) richten: Wie beurteilen Sie die Einführung des Wertpapierinformationsblatts anstelle des Prospektes in den genannten Bereichen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank, bitte.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Die bisherigen Erfahrungen mit Wertpapierinformationsblättern sind noch relativ beschränkt. Wir haben seit Juli letzten Jahres bis Ende März diesen Jahres 23 Wertpapierinformationsblätter gestattet. Die Anbieter durften Wertpapiere in einem Volumen von etwas über 44 Millionen Euro anbieten. Das heißt nicht, dass dieses Volumen auch platziert worden ist. Dies ist zumindest das, was angeboten werden darf. Insofern stehen wir hier noch relativ am Anfang. Wir haben im Augenblick 10 Verfahren in der Prüfung. Man muss abwarten, wie diese ausgehen werden.



Ich kann noch etwas zum durchschnittlichen Volumen sagen. Es sind knapp 2 Millionen Euro pro Wertpapierinformationsblatt. Wobei wir die Schwelle von 1 Million Euro in sieben Fällen überschritten haben. Ich nenne diese Schwelle von 1 Million aufgrund dessen, dass hier das Erfordernis der Anlageberatung und Anlagevermittlung mit den Einzelanlageschwellen ins Spiel kommt. Dies zeigt auch, dass es nach unserem Wissensstand ein knappes Drittel der Unternehmen geschafft hat, Wertpapiere über die Anlagevermittlung zu platzieren.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der AfD, Herr Gottschalk, bitte.

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Ich richte meine Frage zunächst an Herrn Rechtsanwalt Mattil, aber auch an die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW). Herr Mattil, Sie sehen, ähnlich wie die Bundesregierung, ein Problem in der Verflechtung zwischen Emittenten und der Plattform, auf der die Emission angeboten wird. Können Sie das Problem aus Ihrer Sicht konkretisieren? Gibt es Beispiele, in denen eine solche Verflechtung negative Auswirkungen für die Anleger hatte? Und ist durch die vorgeschlagene Änderung bzw. Ergänzung in § 2 a Absatz 5 Vermögensanlagegesetz der Anlegerschutz ausreichend gewährleistet?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Mattil (Rechtsanwalt), bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwalt): Bisher haben wir in unserer Praxis keine praktische Erfahrungen im Zusammenhang mit Crowdfunding gemacht. Ich habe noch nie jemanden bei mir gehabt, der sein Geld über eine Plattform angelegt und in irgendeiner Weise negative oder positive Erfahrungen gemacht hätte. Da fehlt mir die praktische Erfahrung.

Wenn im Rahmen der Verflechtungen die Plattformen mit den Emittenten verbunden sind, muss man sich die Frage stellen, welche Aufgabe die jeweilige Plattform hat. Ob sie nur vermittelt oder zusätzlich auch berät. In der Rechtsprechung ist dies rechtlich noch ungeklärt.

Das heißt, wenn eine Plattform einen Emittenten aussucht und diesen vorschlägt, ist es einer Auffassung nach eine Empfehlung dieses Emittenten, nach anderer Auffassung nur eine Vermittlung.

Es gibt verschiedene Ansätze, auf welche Art eine Plattform rechtlich überhaupt tätig und inwieweit sie verantwortlich ist. Ich denke, dass die Verflechtung immer einen Interessenkonflikt mit sich bringt. Leider hatte ich in der Praxis bislang keinen Fall dazu.

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Wären Sie für eine Offenlegungspflicht?

Sv **Peter Mattil**: Ich denke, gegen eine Offenlegung spricht überhaupt nie etwas. Verflechtungen, Provisionen und alles, was man offen legen kann, sollte man auch offen legen. Gerade dann, wenn man der Meinung ist, dass dies den Anleger interessieren könnte oder einen Einfluss auf seine Anlageentscheidung hat.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)): Ich sehe es ein bisschen radikaler. Wenn wir eines aus der Finanzkrise 2008 gelernt haben, dann ist es, dass die Verquickung von Interessen im Kapitalanlagebereich eine Katastrophe ist.

Das kann man über zwei Wege lösen. Entweder über Transparenz oder man untersagt es. Bei den Plattformen, auf denen Emissionen stattfinden oder angeboten werden, fließt Geld. Davon ist auszugehen. Das mindeste wäre dann Transparenz. Wir würden aber eine Untersagung vorschlagen, da es hier um kleine Beträge geht und die Anleger und Verbraucher entspannter an das Thema Crowdfunding herangehen. Wir könnten aber auch mit einer Transparenz leben, die dann aber sehr hoch angesiedelt sein müsste. Die Plattform müsste dann mit einem Warnhinweis versehen sein.

Ich habe mir ein paar Plattformen angeschaut. Auf allen Seiten kommt ein Warnhinweis erst unten. Das ist zu wenig. Der Warnhinweis müsste weiter nach oben rücken und sogar im Menü hängen bleiben. Das ist ein grundsätzliches Problem. Transparenz ist nur dann eine Lösung, wenn sie sehr hoch aufgehängt ist.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU, Herr Steiniger, bitte.





Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Meine Frage geht an den Bundesverband Crowdfunding. Wir haben gerade gehört, dass die Rechtsstellung von Gesellschaftern von GmbHs stärker ist als bei Nachrang- oder partiarischen Darlehen. Der Evaluierungsbericht besagt, dass durch gewisse vertragliche Gestaltungen diese Rechte eingeschränkt werden, beispielsweise durch eine Pooling-Gestaltung. Dadurch gehe der Anlegerschutz Richtung Null. Können Sie dazu Stellung nehmen? Gibt es überhaupt rechtlich die Möglichkeit, diese Rechte einzuschränken? Wie würden solche Pooling-Lösungen in der Realität aussehen? Was sind Vor- und Nachteile von Pooling-Lösungen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding): Ich gehe zunächst auf das Pooling ein, weil es ein Thema ist, das immer wieder genannt wird, ohne die konkreten Hintergründe zu kennen. Ich freue mich über die Frage zum Pooling, weil Sie als Abgeordnete das Thema sehr gut verstehen dürften. Denn Sie werden auch als Abgeordnete ständig „gepoolt“: Sie sind als einzelne Abgeordnete immer in der extremen Minderheit im Parlament. Um dies zu lösen, erhöhen Sie ihr Stimmgewicht dadurch, dass Sie sich mit anderen Abgeordneten zu einer Fraktion zusammenschließen. Nämlich mit anderen Personen, die gleichgelagerte oder ähnliche Interessen vertreten. Auf Fraktionsebene diskutieren sie intern gewisse Themen. Trotz verschiedener Meinungen einigen Sie sich auf eine Linie und treten nach außen hin geschlossen auf, um ihr Stimmgewicht insgesamt als Fraktion zu erhöhen. Dem entsprechend wird dann abgestimmt.

Genau so funktioniert es auch beim Pooling auf gesellschaftsrechtlicher Ebene. Investoren, die zu gleichen Konditionen investiert haben und somit gleichgelagerte Interessen vertreten, tun sich zusammen und stimmen in einem internen Diskussionsprozess ab, wie sie bei bestimmten Konstellationen nach außen abstimmen wollen, um so ihr Stimmgewicht zu erhöhen.

Als Anleger besteht auch nicht die Gefahr, ohne Rechte dazustehen, da es diverse Regelungen im GmbH Gesetz gibt, die nicht eingeschränkt werden können, beispielsweise das Auskunfts- und Einsichtsrecht nach § 51a GmbH-Gesetz. Es kann auch nicht auf einen Pool übertragen werden. Das heißt,

jeder einzelne Gesellschafter und jeder einzelne Anleger hat immer ein Informationsrecht nach § 51a GmbH-Gesetz. Das Stimmrecht kann nach § 47 GmbH-Gesetz einem einzelnen Gesellschafter auch nicht entzogen werden. Es gibt immer nur die Möglichkeit für einen vorgeschalteten Mechanismus der Abstimmung.

Es besteht nicht die Möglichkeit, als GmbH-Gesellschafter rechtlos dazustehen. Die Position ist auch nicht schlechter als die Position eines Darlehensgebers oder Genussrechtsinhabers, da diese überhaupt keine gesetzlichen Rechte besitzen. Selbst eingeschränkte Rechte für den GmbH Gesellschafter wären somit stärker.

Sv **Dr. Tobias Riethmüller** (Bundesverband Crowdfunding e.V.): Warum macht man das Pooling überhaupt? Das ist kein Phänomen, welches im Interesse des Emittenten beim Crowdfunding etabliert wurde, sondern ein Phänomen, welches in der Venture-Capital-Praxis vollkommen gängig ist. Die Gründe dafür hat der Sachverständige Tamo Zwinge teilweise schon genannt.

Die Investoren haben typischerweise gleichlaufende Interessen. Die Wahrnehmung ihrer Interessen delegieren sie auf einen gemeinsamen Pool-Führer. Das wirkt dem Phänomen der rationalen Apathie entgegen. Gerade auch für Frühphasenunternehmen ist es sehr wichtig, dass nicht zu früh zu viele Gesellschafter mitsprechen, sondern dass es ein Pooling gibt.

Vor fünf Jahren haben wir gemeinsam mit dem Bundesverband Deutscher Versicherungskaufleute e.V. (BVK) eine Umfrage unter professionellen Venture-Capital-Investoren und Private-Equity-Investoren durchgeführt und festgestellt, dass Crowdfunding-Frühphaseninvestments gepoolt sein müssen. Dies liegt im Interesse einer nachhaltigen und positiven Entwicklung des Unternehmens und auch im Interesse der Anleger, die eine maximale Wertsteigerung ihrer Anteile erzielen wollen.

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Kurze Nachfrage mit der Bitte um Ja oder Nein. Rechtlich kann man diese Kontroll- und Stimmrechte nicht einschränken?

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding): Korrekt, sie sind nicht einschränkbar.



Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der FDP, Herr Schäffler, bitte.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Meine Frage geht an Herrn Pieper von Kapilendo. Sie sprechen sich bzgl. der GmbH-Anteile für die Schwarmfinanzierungsausnahme aus. Wie lösen Sie in diesem Zusammenhang das Problem der notariellen Beurkundung?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Pieper von Kapilendo, bitte.

Sv **Ralph Pieper** (Kapilendo): Kapilendo ist Crowdfunding Anbieter und nicht Crowdfunding Anbieter. Wir haben zu Beginn Crowdfunding angeboten, uns jedoch bewusst dafür entschieden, uns wieder aus diesem Bereich zurückzuziehen. Denn wir haben genau die angesprochene Problematik gesehen: dass man für die Anleger im Equity Setup kein Konstrukt findet, was dazu führt, dass für sie ähnliche Rechte wie bei einem Inhaber bestehen würden.

Für die Frage nach der notariellen Beurkundung ist der Sachverständige Zwinge der bessere Ansprechpartner, da er über einschlägige praktische Erfahrungen verfügt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding): Das ist richtig. Ich bin Geschäftsführer der Crowdfunding Plattform Companisto. Companisto ist die einzige Plattform, die ein öffentliches Angebot an GmbH-Anteilen bereits durchgeführt hat. Wir mussten dafür einen Vermögensanlagenprospekt erstellen.

Das Abstimmungs- und Billigungsverfahren bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) dauerte zehn Monate und kostete insgesamt 300 000 Euro. Letztendlich konnten wir GmbH-Anteile mit Prospekt öffentlich anbieten. Es geht deshalb nicht darum, wie man das machen könnte, sondern wie es tatsächlich gemacht wurde. Denn das Verfahren wurde komplett abgeschlossen. Letztlich gab es mehrere hundert Personen, die GmbH Anteile gezeichnet haben.

Das funktioniert so, dass ein Anleger sich erst einmal auf einer Plattform über das Unternehmen informiert, in das er investieren möchte. Er kann

online alle Verträge einsehen. Wenn er sich für ein Investment entscheidet, muss der Anleger ein einziges Mal zum Notar gehen. An dieser Notarpflicht führt kein Weg vorbei. Das will auch niemand ändern. Beim Notar erteilt der Anleger der Plattform eine Vollmacht, damit die Plattform in einem zentralen Beurkundungstermin für die Anleger die Beteiligungsdokumente abschließen kann.

Der Weg zum Notar ist notwendig und aus Anlegerschutzgründen von Vorteil, da sich der Prozess ein wenig verzögert wird, auch weil sich die Notare üblicherweise mit den Anlegern noch einmal über die Art des Investment unterhalten. Nach Übergabe der Vollmacht gibt es einen zentralen Beurkundungstermin, in dem die Plattform die Beteiligungsdokumente unterzeichnet.

Der von Companisto durchgeführte Fall hat gezeigt, dass es keiner Gesetzesänderungen bedarf, weder im GmbH-Gesetz, noch im Sachenrecht oder in anderen Gesetzen. Der gesamte Prozess kann ohne Gesetzesänderungen durchgeführt werden. Und er ist erfolgreich durchgeführt worden, was der von mir beschriebene Fall gezeigt hat.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion DIE LINKE, Herr Zdebel, bitte.

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Ich habe zwei Fragen an Herrn Mattil. Die erste Frage bezieht sich auf die zweite Evaluierung des Kleinanlegerschutzgesetzes, die gezeigt hat, dass die Ausnahmen von der Prospektspflicht im Crowdfunding bis zu 2,5 Millionen Euro Emissionsvolumen nicht nötig waren, da die einzelnen Emissionen in der Regel deutlich darunter lagen und keine zielgenaue Förderung von Startups und innovativen kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) erfolgte.

Inwieweit erachten Sie diesen Schwellenwert im Crowdfunding-Bereich für angemessen? Wie bewerten Sie eine mögliche Erweiterung der dortigen Anlageprodukte auf GmbH-Anteile?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Mattil, bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwalt): Nach meinem Wissensstand wird das Volumen von 2,5 Millionen Euro so gut wie nie oder ganz selten ausgenutzt. Insofern dürfte sich eine Erhöhung dieses Volumens nicht gerade aufdrängen.



Laut Evaluationsbericht gibt es in diesem Bereich wenig Pleiten. Wenn ich es mit den geschlossenen Fonds vergleiche, die laut Finanztest in 95 Prozent der Fälle scheitern, ist das schon ein ganz anderes Bild.

Nach der EU Crowdfunding-Dienstleisterverordnung soll die Schwelle für die Prospektfreiheit bei einer Million Euro liegen. Angeblich gibt es Diskussionen über eine Erhöhung dieser Schwelle. Im Moment kenne ich nur die Schwelle von einer Million, zumindest für den Erhalt des europäischen Passes für grenzüberschreitende Angebote. National dürfte die Schwelle wahrscheinlich erhöht werden. Trotzdem denke ich, dass die bisherige Schwelle ausreichend sein dürfte.

Für die Erweiterung der Produkte auf GmbH-Anteile gibt es Argumente, die dafür und dagegen sprechen.

Das Nachrangdarlehen ist in der Tat nur ein Darlehen, bei dem man im günstigsten Falle sein Geld mit Zinsen wieder bekommt. Man ist niemals Beteiligter an einem Unternehmen. Sein Geld bekommt man jedoch nur dann zurück, wenn es gut läuft.

Bei einem Genussrecht, einer stillen Beteiligung und einer GmbH-Beteiligung ist das investierte Geld gebunden. Das Geld ist zunächst weg. Man nimmt an Verlusten teil und bekommt vielleicht etwas wieder. Das ist der große Unterschied zum Nachrangdarlehen.

Natürlich hat ein GmbH-Gesellschafter ganz andere Rechte als ein Nachrangdarlehensgläubiger. Der Anleger muss sich bewusst sein, dass beim GmbH-Anteil das Geld gebunden ist und er es nicht in einem Jahr wiederbekommt. Wenn es gut läuft, macht der Anleger Gewinn.

Was die Handelbarkeit und die Fungibilität betrifft, kann ich sagen, dass ich selber auch schon einmal einen GmbH-Anteil gekauft habe. Sie gehen dafür zum Notar, der Ihnen den GmbH-Anteilskauf beurkundet. Im Rahmen der Beurkundung des Anteilskaufs liest der Notar das ganze Werk samt Satzung vor. Das dauert zwei bis drei Stunden. Er liest Ihnen alles vor und belehrt Sie. Ihnen ist bewusst, dass Sie im Ausscheidensfall nur den Buchwert zurückbekommen.

Ein GmbH Gesellschafter zu werden, ist eine aufwendige Sache. Insofern verstehe ich die Erklärung des Kollegen bezüglich der Vollmachten nicht ganz. Was der Notar in der Praxis beurkunden, beglaubigen und wie er belehren soll, ist mir unklar. Ich kenne eine GmbH nicht als Publikums-gesellschaft.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Zdebel, bitte.

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Ich habe noch eine weitere Frage zu dem Thema der Einzelanlageschwellen. Bei Verbrauchern liegt die Schwelle bei 1 000 Euro, beziehungsweise für die Selbstauskunft bei 10 000 Euro. Bisweilen wird gefordert, diese Grenze zu erhöhen, um den mündigen Bürger nicht zu beschneiden. Wie sehen Sie aus verbraucher-schutzpolitischer Sicht eine Erhöhung der Einzelanlageschwellen?

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwalt): Die Einzelanlageschwellen halte ich für vernünftig und geeignet, Verbraucher vor überhöhten Anlagen oder vor voreiligen Entscheidungen zu schützen. In anderen Ländern gibt es keine Einzelanlageschwellen. Dafür aber eine Prospektpflicht ab 5 Millionen Euro.

Es ist ein guter Kompromiss, die Einzelanlageschwellen beizubehalten. Ich sehe auch keine Beschneidung der mündigen Bürger. Es gibt hunderttausend Wertpapiere auf dem Markt, die nach oben hin offen sind, sowohl vom Volumen als auch von den Anlageschwellen. Da kann man alles kaufen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN. Herr Schmidt, bitte.

Abg. **Stefan Schmidt** (B90/GR): Meine Fragen richten sich an Herrn Dr. Ulbricht vom Institut für Finanzdienstleistungen. Sehen Sie Nachbesserungsbedarf bei der Informationspflicht im Bereich Crowdfunding? Wo sehen Sie Möglichkeiten der Nachbesserung und welche Alternativen sehen Sie zum Crowdfunding, um einen Totalausfall oder eine finanzielle Nachschusspflicht durch den Verbraucher zu vermeiden? Können Sie außerdem auf die Risiken von Crowdfunding eingehen?



Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für das Institut für Finanzdienstleistungen, Herr Dr. Ulbricht, bitte.

Sv **Dr. Dirk Ulbricht** (Institut für Finanzdienstleistungen e.V. (iff)): Als gemeinnützige Institution sehen wir das Thema aus Sicht der finanziell verwundbaren Verbraucher, sodass wir grundsätzlich der Meinung sind, dass die Risiken gerade in Bezug auf die Altersvorsorge mit verlässlichen Mitteln abgesichert werden sollten. Aufgrund des hohen Risikopotentials im Crowdfunding sehen wir dort die Absicherung im Regelfall nicht.

Um zu sehen, wie Crowdfunding abläuft, habe ich heute Morgen bei Zinsland eine Investition tätigen wollen. Wie bei anderen Vergleichsportalen auch, lässt sich feststellen, dass durch die Gestaltung der Webseite die Wahrnehmung der potentiellen Anleger gut beeinflusst werden kann.

In diesem Beispiel ist es so, dass eine Immobilie oben auf der Webseite zentral zu sehen ist und damit symptomatisch für die Branche wirkt. Das Crowdfunding wird so als sichere Anlage „in Stein“ wahrgenommen, in die bedenkenlos investiert werden kann. Dazu kommt ein hohes Renditeversprechen von 6,25 Prozent. Am Ende sieht man sehr viel „Blink Blink“, bis die Investition abgeschlossen werden kann. Das ist unsinnig. Aus Verbraucherschutzsicht ist eine solche Anlage nur für sehr wenige Anleger wirklich geeignet, gerade für Anleger im normalen Einkommensbereich.

Wenn man Vergleichsportale betrachtet, gibt es dort die noch nicht ganz geglückte Zertifizierungsstelle, beziehungsweise die Kompatibilitätsbestimmungsstellen. Ich hielte es für sinnvoll, zu prüfen, ob die Optik der Investing-Plattformen so gestaltet ist, dass der „Normal-Verbraucher“ damit umgehen kann.

Ich denke, dass Crowdfunding nur eines von vielen hochriskanten, aber möglicherweise renditestarken Objekten ist, die am Markt auftauchen. Die Bedeutung, die dem beigemessen wird, steht in keinem Verhältnis zum tatsächlichen Nutzen bzw. dem Risiko etwa für die Altersvorsorge.

Abg. **Stefan Schmidt** (B90/GR): Eine Nachfrage an die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz. Der Evaluierungsbericht für die Befreiungsvorschriften schlägt für Crowdfunding die Anhebung der Prospektfreiheitsschwelle von 2,5 auf

6 Millionen Euro vor. Wie bewerten Sie das, und wie lässt sich die unterschiedliche Behandlung im Vergleich zu den anderen diskutierten Befreiungen rechtfertigen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)): Wir sehen keinen Bedarf für eine Erhöhung. Das hat der Bericht glasklar gezeigt.

Man darf nicht vergessen, dass wir über Emissionen ohne Prospekt sprechen. Das heißt, der Anleger hat keine Möglichkeiten, tief in die Materie einzusteigen, sondern nur ein Informationsblatt oder Informationen auf den betreffenden Webseiten. Gerade da müssen wir aufpassen.

Ich möchte noch einmal daran erinnern, was Crowdfunding ist. Das sind viele kleine Beiträge, die dann zu etwas Großem werden. Wenn wir darüber nachdenken, dass das mit sehr viel Risiko verbunden ist, weil auch die Projekte teilweise mit hohem Risiko verbunden sind, sollte man besser bei kleinen Beträgen bleiben. Auch zum Schutze der Branche ist es wichtig, dass man beim Crowdfunding nicht über das Ziel hinausschießt.

Die Companisto hat es gut und richtig gemacht. Sie haben einen Prospekt veröffentlicht und mehr Geld eingeworben. Das ist dann auch in Ordnung. Da hier ein Prospekt vorlag, wurde auch der Anlegerschutz gewahrt.

Die Schwelle der Prospektfreiheit von 2,5 auf 6 oder 8 Millionen Euro hoch zu setzen, empfinden wir jedoch als sehr schwierig, da auf Anlegerseite dann wesentliche Informationen fehlen.

Aus unseren Gesprächen folgern wir, dass Anleger etwas lockerer an Crowdfunding herangehen und leichter Geld investieren. Man will zwar Rendite erzielen, aber wenn das Geld weg ist, ist es auch nicht so schlimm. Das ist unser Empfinden. Deswegen sehen wir unter Gesichtspunkten des Anlegerschutzes keinen Grund, die Schwelle anzuheben.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD, Frau Ryglewski, bitte.



Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Ich habe noch eine Frage an Herrn Tüngler von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW). Es geht noch einmal um die GmbH-Anteile. Sie sind in Ihrer Stellungnahme sehr deutlich geworden, dass Sie das aus Anlegerschutzgründen nicht für sinnvoll erachten. Könnten Sie darauf noch einmal eingehen und auch die Punkte, die zum Bereich Pooling und nichtabtretbare Rechte schon diskutiert wurden, berücksichtigen?

Vorsitzenden **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)): Wie auch Herrn Mattil ist uns nicht klar, wie es laufen soll. Wir haben gerade gehört, dass es funktioniert. In dem beschriebenen Fall ist ein Prospekt veröffentlicht worden. Wenn es aber einmal wirtschaftlich bergab gehen sollte, stehe ich als GmbH-Anteilseigner im Hinblick auf den Anlegerschutz weit hinten in der „Nahrungskette“. Die Situation ist beim Nachrangdarlehen auch nicht besser.

Es bereitet mir Sorgen, dass sehr viel Werbung für Finanzprodukte gemacht wird. Es wird häufig mit guten Argumenten für die Beteiligung an einer GmbH geworben. Am Ende des Tages hilft das aber nicht und bietet auch keinen Schutz. Das ist das Problem.

Genauso ist es bei den Genussrechten. Das haben wir bei Prokon und German Pellets gesehen. Die tausend Anleger, die sich bei uns gemeldet haben, dachten auch, dass nichts passieren könne, weil der Name „Genussrecht“ schon suggerierte, dass es ein Recht sei und dann auch noch mit „Genuss“. Das hört sich einfach an, aber so denken leider oftmals die Anleger.

Deswegen haben wir ein großes Problem mit GmbH-Anteilen. Das kennen wir auch von geschlossenen Produkten, bei denen gesagt wird, sie wären fungibel und könnten weiterveräußert werden. Das ist aber nicht der Fall.

Auch können die Bedingungen im GmbH-Vertrag in der Frage des Pooling so ausgestaltet werden, dass die Anleger letztlich den Überblick verlieren. Die Ausgestaltungsfreiheit ist sehr hoch. Hinzu kommt, dass es keinen Prospekt gibt, in dem die Anleger nachlesen können. Wenn der Anleger dann

nicht einmal mehr zum Notar gehen muss, sehen wir keinen Grund für eine Ausweitung. Wir sehen eher das Problem, dass gesagt wird: „Schaut her, Ihr habt einen GmbH-Anteil, der ist viel sicherer. Das ist doch was! Eine Kapitalgesellschaft! Das kann man Euch nicht nehmen“. Genau damit haben wir ein Problem.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Eine weitere Frage von Frau Ryglewski.

Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Ich hätte eine weitere Frage an Herrn Tüngler. Es geht um das Thema Einzelanlageschwellen, die wieder in der Diskussion sind. Vielleicht könnten Sie dazu nochmal etwas sagen. Halten Sie die Einzelanlageschwellen für angemessen? Wie würden Sie zu einer Erhöhung der Einzelanlageschwellen stehen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)): Ich würde gerne darauf hinweisen, dass es beim Crowdfunding um kleine Beträge geht. 1 000 oder 10 000 Euro reichen vollkommen aus.

Worin besteht der Anlegerschutz beim Crowdfunding ohne Prospekt? Man tauscht Geld gegen Informationen oder gegen eine Beteiligung. Wir haben hier jedoch keinen Prospekt. Wir haben nichts, womit man Informationen bekommt. Deswegen ist die Beitragshöhe der „Trigger“ für den Anlegerschutz. Sie haben also alles richtig gemacht.

Wenn Sie nun die Beträge hochsetzen, haben wir das Problem, dass die Beträge sehr hoch werden, wir dafür aber keine Informationen erhalten. Man muss dann einen anderen Weg finden, um die Beträge zu erhöhen. Nach unserer Ansicht ist dann das Investment mit einem Prospekt der richtige Weg. Der Anlegerschutz im Crowdfunding ohne Prospekt wird durch die Höhe des Investments bestimmt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Frau Ryglewski, bitte.

Abg. **Sarah Ryglewski** (SPD): Eine kurze Frage an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Im Raum stehen immer die Kosten



für Prospekte. Haben Sie Kenntnisse darüber, wie viel man in dem Bereich für einen Prospekt zahlt?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank, bitte.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ich fürchte, ich kann die Frage nicht detailliert und konkret beantworten. Wir haben als BaFin keine gesicherten Erkenntnisse darüber, was zum Beispiel die anwaltliche Beratung bei Vermögensanlagen kostet. Wir gehen davon aus, dass es ein mittlerer oder durchschnittlicher Betrag von 50 000 Euro sein könnte. Aber das wird sicherlich fluktuieren. Sicher ist, dass die Gebühren der BaFin hierbei eine kleinere Rolle spielen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU, Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Ich habe eine kurze Nachfrage an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Sie haben einen Betrag von 50 000 Euro genannt. Auf welcher Grundlage haben Sie die Schätzung vorgenommen? In Relation zu dem, was gerade gesagt wurde, erscheint mir das sehr wenig.

Anschließend bitte ich, den Bundesverband Crowdfunding darauf zu erwidern. Außerdem würde mich Ihre Einschätzung zu dem Thema Einzelanlageschwellen interessieren. Sie sind mehrfach angesprochen worden. Daher möchte ich Ihnen die Gelegenheit geben, dazu Stellung zu nehmen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank, bitte.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Das war keine Umfrage, die den Anspruch erheben könnte, repräsentativ zu sein. Ich würde nicht reklamieren, dass die 50 000 Euro, die ich gerade genannt habe, eine belastbare Zahl sind. Das geht im Wesentlichen auf Angaben in Prospekten zurück, die aber nicht in jedem Fall identisch sind. Die Angaben erstrecken sich auf die Kosten für die Prospekterstellung. Das kann der einzelne Emittent ganz unterschiedlich abgrenzen. Ich meine, es hat auch eine Reihe von Kontakten zu Emittenten gegeben. Insofern würde

ich betonen wollen, dass es eher eine Schätzgröße als eine belastbare Zahl ist.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Zwinge, bitte.

Abg. **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding): Ich hatte schon gesagt, dass die Kosten bei uns bei 300 000 Euro lagen. Der Hintergrund ist wie folgt:

Es gibt nicht „die“ Prospektkosten. Wenn ich zum hundertsten Mal einen Windpark mit Prospekt finanziere und es immer dasselbe Windrad, immer die gleiche Projektstruktur und immer der gleiche Anbieter ist, dann habe ich natürlich einen Skalierungseffekt. Dann kostet es weniger.

Wenn Sie jedoch einen Prospekt für ein junges Unternehmen erstellen, haben Sie einen ganz anderen Aufwand. Der Prospekt, den wir bei Companisto erstellt haben, hatte anfänglich einen Umfang von 130 Seiten. Das können Anleger kaum noch lesen. Dann gab es mehrere hunderte Ergänzungswünsche der BaFin. Deshalb dauerte die Erstellung des Prospekts weitere zehn Monate. Das führte dazu, dass der endgültige Prospekt 240 Seiten hatte. Dafür braucht man spezialisierte Anwälte. Deshalb haben wir 300 000 Euro an Rechtsanwaltskosten gehabt.

Es stimmt, dass die BaFin-Kosten bei den 300 000 Euro keine große Rolle mehr spielten. Aber allein die Verfahrenskosten der BaFin betragen 15 000 Euro. Das heißt, es können insgesamt erhebliche Kosten entstehen.

Hinzu kam, dass ich als Geschäftsführer von Companisto und Herr Dr. Riethmüller als Rechtsanwalt unseren Sachverstand einbringen konnten. Trotzdem war es uns nicht möglich, die Kosten niedriger anzusiedeln, da es sich um den ganz speziellen Fall eines Vermögensanlagenprospekts für eine GmbH-Beteiligung handelte. So muss auch die Frage gestellt werden: Was kostet ein Vermögensanlagenprospekt für eine GmbH-Beteiligung? Nicht hingegen: Was kostet allgemein ein Vermögensanlagenprospekt? Hier gibt es ganz große Unterschiede.

Zu den Einzelanlageschwellen, Herr Dr. Riethmüller, bitte.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Riethmüller, bitte.



Sv **Dr. Tobias Riethmüller** (Bundesverband Crowdfunding): Eine kurze Ergänzung aus der anwaltlichen Beratungspraxis: Ich denke, ein Eigenkapitalprospekt ist aufwendiger als andere Themen. Nach unserer Erfahrung liegen die Kosten eher im sechsstelligen Bereich.

Zum Thema Einzelinvestmentgrenzen: Wir haben als Verband nicht gefordert, die Grenzen aufzuheben, sondern sie zu flexibilisieren und – ähnlich wie in anderen Ländern – einkommens- und vermögensabhängige Obergrenzen festzulegen, beispielsweise in Höhe von 10 Prozent des frei verfügbaren Vermögens eines Anlegers. Wir glauben, dass das im Interesse aller Beteiligten wäre. Es würde die Projekte vor Unterkapitalisierung schützen. Der Anleger wäre risikotragfähig und darüber hinaus nicht schutzwürdig. Ich habe noch nicht ein überzeugendes Argument gehört, was gegen eine solche Relativierung der Investitionsschwellen spricht, die in anderen Ländern auch so gelöst ist. Auch der Bundesrat hat sich zuletzt für diese Position ausgesprochen und zu Eigen gemacht. Das können Sie in unserer Stellungnahme nachlesen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Können Sie noch etwas zu der Befreiungsvorschrift sagen? Ist die Erhöhung von 2,5 auf 6 Millionen Euro sinnvoll oder sollte man das noch weiter erhöhen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding): Aus der Praxis von Companisto können wir sagen, dass wir mehrfach an die Grenze von 2,5 Millionen Euro stoßen, insbesondere wenn das nicht über einen 12 Monatszeitraum gemessen wird. Auch bei Einzelfinanzierungsrunden ist das der Fall. Wir reden über Startup-Beteiligungen und Startups, die sich im internationalen Wettbewerb behaupten müssen. Diese benötigen natürlich größere Finanzierungsrunden als 2,5 Millionen Euro. Selbst, wenn es professionelle Co-Investoren gibt, sind in diesem Bereich der Finanzierung höhere Runden üblich.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU, Herr Steiniger, bitte.

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Meine Frage geht an den Bundesverband Crowdfunding. Ich beziehe mich nochmal auf die Studie, aber auch auf die eine oder andere Stellungnahme von Sachverständigen. Es wurde darauf hingewiesen, dass ein Großteil der Investitionen im Immobilienbereich stattfindet. Vergleichsweise würde es im Startup-Bereich nicht so gut laufen. Dann würde unser politisches Ziel, deutsches Kapital auch für deutsche Firmen bereitzustellen, ins Leere laufen. Ist es nicht genau andersherum? Steckt nicht die falsche Analyse dahinter, dass die meisten Startups GmbHs sind und nicht in Richtung Crowdfunding gehen? Können Sie allgemein was zur Rechtsformstruktur von Startups sagen und wie die genannten Zahlen zustande kommen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Zwinge, bitte.

Sv **Tamo Zwinge** (Bundesverband Crowdfunding): Tatsächlich hat es strukturelle Hintergründe, warum das im Moment noch so ist. Man muss wissen, dass der ganz überwiegende Teil von kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU) in der Rechtsform einer GmbH organisiert sind. Dies führt dazu, dass Investitionen in GmbHs stattfinden.

Wenn Anleger in eine GmbH investieren, wollen sie natürlich auch das Versprechen, dass sie an der Wertsteigerung profitieren. Sie wollen somit ein Investitionsinstrument haben, das diese Wertsteigerung abbildet, und mit dem sie nicht rechtlos dastehen. Es ist deswegen klar, dass die Investitionen in andere Bereiche gehen, wenn der Anleger keine starke Rechtstellung erhält und keine risikoadäquaten Investitionen ermöglicht werden.

Im Immobilienbereich haben wir diese Thematik nicht. Dort geht es nicht um langfristige Beteiligungen oder Gesellschafterrechte. Dort spielt das keine Rolle. Was die Instrumente für eine Investition angeht, sind wir im Immobilienbereich optimal aufgestellt. Dort können Investoren so investieren, wie es für diese Art von Investment notwendig ist. Deswegen erfolgen die Investments auch in diesem Bereich.

Wenn man aber die Rechtsform der GmbH berücksichtigt und die Investmentformen so ausgestaltet, dass aus Anlegersicht Investments in junge Unternehmen attraktiv erscheinen, dann werden auch weitere Investments folgen. Daher müssen wir



diesen Schritt erst einmal gehen, um dann ein Wachstum im Bereich der Startup-Finanzierung zu sehen.

Weltweit wird bei jeglicher Schwarmfinanzierung ausschließlich mit Eigenkapital investiert. Zusammen mit den Österreichern sind wir die Einzigen, die nach dem Kleinanlegerschutzgesetz über partiarische Darlehen finanzieren. Demgegenüber wird auf Schwarmfinanzierungsplattformen weltweit immer über Eigenkapital investiert. Dort sehen wir bei jungen Unternehmen ein enormes Wachstum und eine enorme Zugkraft. Aufgrund des zur Verfügung stehenden Kapitals werden dort Weltmarktführer geboren. Wo entstanden die letzten Weltmarktführer in innovativen Themen bei uns? Wir müssen diese Startups finanzieren und die Rechtsform berücksichtigen. Der wichtigste Schritt hierfür ist die Ausweitung der Prospektpflicht auf GmbH-Anteile.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Steiniger.

Abg. **Johannes Steiniger** (CDU/CSU): Sie haben es nun international eingeordnet. Deswegen möchte ich zu einem zweiten Thema kommen. Es wird vorgeschlagen, dass Anleger statt des Erwerbs von GmbH-Anteilen Genussrechte erwerben sollen. Können Sie die Vor- und Nachteile von Genussrechten darstellen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Dr. Riethmüller, bitte.

Sv **Dr. Tobias Riethmüller** (Bundesverband Crowdfunding): Aus Sicht des sich finanzierenden Unternehmens ist ein Vorteil von Genussrechten, dass das Unternehmen das Genussrecht nach dem Handelsgesetzbuch als Eigenkapital mit Verlustbeteiligung ausgestalten kann. Aus Sicht des Anlegers ist es ein riskanteres Instrument als ein Nachrangdarlehen.

Daher gehen wir davon aus, dass aus Anlegersicht die GmbH-Beteiligung im Vergleich die geeignetere Beteiligungsform ist, da die Gesellschafterrechte teilweise nicht entziehbar sind und auch im Rahmen von Poolvereinbarungen wahrgenommen werden können. Im Einzelnen verweise ich auf unsere Stellungnahme.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der AfD, Herr Gottschalk, bitte.

Abg. **Kay Gottschalk** (AfD): Ich würde generell einwenden wollen, dass wir oftmals den gleichen Fehler machen. Produkte, die gut gemeint sind, werden am Markt ausgenutzt. Wenn ich nur an die Anlageschwelle von 10 000 Euro denke, kann ich mir schon den findigen Vermittler oder die findige Plattform vorstellen, die vorgeschaltet 10 000 Euro bei einem befreundeten Kreditinstitut besorgt. Daher weiß ich nicht, ob es dann Sinn macht, auf Vermögensverhältnisse abzustellen. Auch beim Vermögen kann ich verschiedene Bewertungskriterien festlegen. Ich finde es ziemlich fraglich, ob wir hier zu einer Flexibilisierung der Anlagegrenzen übergehen sollten. Auch die Ermöglichung eines innovativen Weltmarktführerklimas sowie die Finanzierung der Startups hängen von anderen Faktoren ab. Nach Ihrer Aussage dürfte es Daimler-Benz und viele andere Firmen überhaupt nicht geben.

Meine Frage richtet sich an Herrn Mattil und an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Wenn wir uns die Anlageschwellen und Anlageformen im Bereich der Prospekte ansehen, wird suggeriert, dass die Prospektverordnung einen Anlegerschutz gewährleistet. Viele andere Kollegen und ich denken, dass hier nur eine formelle Prüfung des Prospektes stattfindet. Es werden 240 Seiten erstellt, die am Ende wahrscheinlich keiner liest.

Wäre es nicht viel besser, wenn die BaFin in eine materielle inhaltliche Prüfung einsteigen würde, statt sich die vielen Versicherungsvermittler genauer anzuschauen, was die Industrie- und Handelskammern bislang deutlich besser machen als die BaFin?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Mattil (Rechtsanwalt), bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwalt): Wie soll man einen Prospekt inhaltlich prüfen, wenn beispielsweise behauptet wird, dass irgendwo eine Immobilie gebaut oder renoviert wird? Ich denke, dies ist auch für die BaFin sehr schwer. Was die Prüfung der inhaltlichen Richtigkeit eines Prospektes betrifft, habe ich daher meine Zweifel, ob das so machbar und leistbar ist.





Das Argument, dass niemand den Prospekt liest, kann ich aus Erfahrung bestätigen. Es nimmt sich kaum jemand Zeit, die 200 bis 250 Seiten durchzublättern und zu vergleichen. Darum geht es aber meiner Meinung nach auch nicht.

Wenn das Unternehmen „pleitegegangen“ ist, kann ich im Prospekt sehen, wer der Wirtschaftsprüfer war, wer gelogen hat und wer Verantwortlicher ist. Ich kann dann einschätzen, ob ich Chancen habe, jemanden zu verklagen. Das heißt, ein Prospekt ist immer nützlich, notfalls auch im Nachhinein.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank, bitte.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Der Prüfungsmaßstab der BaFin - Vollständigkeit, Widerspruchsfreiheit und Verständlichkeit – beruht auf europarechtlichen Vorgaben, die wir so auch für richtig halten. Die BaFin hat sich ihren Prüfungsmaßstab also nicht ausgesucht.

Insbesondere lehnt es die BaFin ab, eine Art „Finanz-TÜV“ zu werden. Bestimmte Dinge lassen sich schwer überprüfen. Selbst wenn eine Überprüfung stattfinden würde, hieße dies noch lange nicht, dass das Produkt für alle Anleger geeignet sei.

Anleger haben unterschiedliche Präferenzen, unterschiedliche Risikoprofile und verfügen über eine unterschiedliche finanzielle Ausstattung. Was für den einen attraktiv erscheinen mag, ist für einen anderen vielleicht völlig ungeeignet. Die BaFin möchte nicht in die Rolle eines Schiedsrichters kommen und entscheiden, was ein gutes und was ein schlechtes Produkt ist.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD, Herr Hakverdi, bitte.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Ich habe eine Frage an die BaFin zur Berechnungsgrundlage für die Schwellenwerte. Wir haben die Situation, dass die abgebrochenen Investitionen ebenfalls in die Berechnung einfließen. In der Evaluation wird jedoch empfohlen, die abgebrochenen Investitionen nicht zu den Schwellenwerten dazu zu rechnen. Was halten Sie davon? Muss der zukünftige Investor nicht wissen, was zuvor versucht wurde? Oder haben Sie eine spezielle Meinung dazu?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank, bitte.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Im Wesentlichen stimmen wir den Ausführungen im Evaluierungsbericht zu. Allerdings haben wir bei der Änderung der Berechnungsgrundlage ein, zwei Anmerkungen.

Die Berechnung muss durch den Emittenten erfolgen, da er, und nicht die BaFin, über die entsprechenden Informationen verfügt. Die BaFin kann also nicht zeitnah überprüfen, ob die Angaben stimmen oder nicht. Aus unserer Sicht ist für den Anleger nicht relevant, was der Emittent geplant, sondern was er tatsächlich getan hat. Insofern macht eine Ergänzung schon Sinn, so wie vorgeschlagen, im Vermögensinformationsblatt über einen Zeitraum von 12 Monaten anzugeben, wie viel angeboten, verkauft und vollständig getilgt worden ist. Erst dann kennen wir tatsächlich die Summe, die bei Anlegern noch vorhanden ist. Ich glaube, das ist für die Anleger auch die entscheidende Information, um Risiken einschätzen zu können. Insofern wäre im Wesentlichen dem Evaluierungsbericht zu folgen, im Detail aber eine kleine redaktionelle Anpassung vorzunehmen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Hakverdi, bitte.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Ich habe noch eine Frage an Herrn Tüngler von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW).

Ich war überrascht über die Evaluation und das Ergebnis, wo eigentlich welches Geld hinfließt. Außerdem fand ich das Verfahren der Evaluation sehr interessant und aufschlussreich. Meine Fragen sind vielleicht sehr unorthodox, aber dafür sehr wichtig.

Wie bewerten Sie die Ergebnisse? Sind bei der Evaluation die richtigen Kriterien berücksichtigt worden? Haben Sie Verbesserungsvorschläge, die bei einer zukünftigen Wiederholung der Evaluation Beachtung finden sollten?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), Herr Tüngler, bitte.



Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)): Wir waren über die Aufteilung in Immobilien- und Unternehmensfinanzierung überrascht. Ich glaube nicht, dass das die ursprüngliche Idee war. Denn es sollten die Unternehmen finanziert werden. Andererseits waren wir jedoch nicht ganz so verwundert.

Bei der DSW haben wir im Jahr ca. 45 000 Anleger aus Deutschland. Daher spüren wir sehr schnell, wo die Probleme sind und wo ein Modethema hochkommt. Das war mal „Wind“, das war mal „Sonne“. Im Augenblick sind es Immobilien. Deswegen wundert es uns nicht, dass gerade beim Finanzierungsthema Immobilien weit vorne liegen. Dort wollen sich alle gerne eine Scheibe abschneiden. Wir würden uns eher freuen, wenn wir bezüglich der dinglichen Sicherung einen Hinweis bekommen würden.

Ihre zweite Frage ist eine ordnungspolitische Frage. Ich würde Ihnen empfehlen, es weiter laufen zu lassen und nach zwei Jahren eine Evaluierung zu machen, insbesondere bei den Schwellenwerten. Beim Evaluierungsbericht würde ich dann mehr auf die Emittenten und die einzelnen Projekten eingehen. Dazu hat die BaFin gerade gute Hinweise gegeben. Wichtig ist es, zu wissen und sich zu verdeutlichen, wie viel Geld erwartet, verlangt oder geplant wurde und wie viel am Ende wirklich eingeworben wurde. Gerade für den Anleger sind das wichtige Informationen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU, Herr Müller, bitte.

Abg. **Sepp Müller** (CDU/CSU): Die Frage richtet sich an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bezüglich der Änderung der Schwellenwerte. Im vorliegenden Entwurf ist die Rede von 6 Millionen Euro und einer Evaluation in zwei Jahren. Wie sehen Sie das aus Ihrer Erfahrung? Woher kommen die 6 Millionen Euro und wie stehen Sie zur Evaluierung? Wären auch 8 Millionen Euro denkbar und dann eine Evaluation?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank, bitte.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Sie haben mir eine schwierige Frage gestellt. Wir haben die Evaluierungsstudie nicht geschrieben. Ich weiß nicht genau, wo die 6 Millionen Euro herkommen. Das kann ich Ihnen leider nicht beantworten.

Aber aus der Studie geht hervor, dass die Schwelle von 2,5 Millionen Euro relativ selten genutzt wurde. Insgesamt sehen wir das Ganze relativ neutral. Wir glauben aber auch, dass ein kleiner Schritt sinnvoller als ein großer ist. Sie sprachen gerade 8 Millionen Euro an. Dann bin ich sehr dicht an der Schwelle, bei der ich einen Prospekt erstellen muss.

Wenn die Schwellen zu dicht zusammen liegen, wird die Wahrscheinlichkeit umso größer, dass Unternehmen, die heute bestimmte Volumen emittieren wollen und einen Prospekt erstellen, statt 8 Millionen Euro nur 1 Million oder 2 Millionen Euro emittieren, um mit einem dreiseitigen Informationsblatt durchzukommen. Insofern wäre ich vorsichtig, über 6 Millionen Euro hinauszugehen. Das ist alles, was ich dazu sagen kann.

Anmerkungen zu der Berechnung der Schwellenwerte habe ich schon vorhin gemacht. Ich glaube, dort müsste noch ein wenig nachjustiert werden.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Müller, bitte.

Abg. **Sepp Müller** (CDU/CSU): Haben Sie in Ihrem Haus valide Zahlen zu den Emissionshöhen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank, bitte.

Sv. **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Die Zahlen sind jeweils im Prospekt enthalten. Wir führen darüber keine Statistik. Ich kann es Ihnen deswegen nicht sagen. Ich habe vorhin die Zahlen für die Wertpapierinformationsblätter genannt. Die sind relativ aktuell gewesen. Aber für die Prospekte habe ich keine vergleichbaren Zahlen zur Hand.

Abg. **Sepp Müller** (CDU/CSU): Schade, aber danke für die Antwort. Die gleiche Frage richtet sich an den Bundesverband Crowdfunding. Wie sehen Sie das? Ist es sinnvoller auf 8 Millionen Euro zu gehen und dann in zwei Jahren zu evaluieren?



Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Dr. Riethmüller, bitte.

Sv **Dr. Tobias Riethmüller** (Bundesverband Crowdfunding): Der Schwellenwert resultiert nach unserer Wahrnehmung aus ökonomischen Zusammenhängen. Wenn eine gewisse Emissionshöhe nicht erreicht wird, sind die Transaktionskosten für die Erstellung des Prospektes und für die Abwicklung der Transaktion sehr hoch. Wenn die BaFin diese Statistik führen würde, würde die Statistik mit Sicherheit ergeben, dass keine Prospektmission im Bereich von 5 Millionen Euro stattfindet. Zugleich ist es eine Wertung, die auch der EU-Prospektverordnung zugrunde liegt. Man sollte diesen Bereich für prospektfreie Emissionen zulassen, weil dort letztlich das Schadenspotential für Anleger überschaubar ist.

Daher begrüßen wir eine Erhöhung des Schwellenwertes bis in den Bereich, wo ein Prospekt für den typischen Emittenten wirtschaftlich tragbar ist.

Ich möchte auf einen anderen Aspekt eingehen. Die regulatorischen Entscheidungen, die hier getroffen werden, prägen natürlich die Marktpraxis, die hinterher stattfindet. Deswegen ist es für mich überhaupt nicht überraschend, wenn man ein Instrument prospektrechtlich privilegiert, welches sich für die Immobilienfinanzierung sehr gut eignet. Daher braucht man sich nicht hinterher zu wundern, dass sich dieses Marktsegment vorteilhafter entwickelt als andere.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Müller, bitte.

Abg. **Sepp Müller** (CDU/CSU): Um noch einmal konkret nachzufragen. Was ist Ihr Vorschlag, 6 Millionen Euro, 8 Millionen Euro oder 7 Millionen Euro?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband Crowdfunding, Herr Dr. Riethmüller, bitte.

Sv. **Dr. Tobias Riethmüller** (Bundesverband Crowdfunding): Wir halten 8 Millionen Euro für sinnvoll, da aus unserer Sicht die Kosten für den Emittenten tragbar sind. Wir gehen außerdem davon aus, dass wieder eine Evaluierung stattfinden wird.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der FDP, Herr Schäffler, bitte.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Ich möchte das Thema wechseln und zur Sprachregelung kommen. Meine Frage richtet sich an Herrn Mattil. Sie haben sich in Ihrer Vorlage sehr ausführlich zu diesem Thema geäußert.

Sie schlagen vor, den Emittenten zur Übersetzung des Prospektes zu verpflichten, wenn zumindest ein Anleger oder eine Mindestzahl von Anlegern dies verlangt. Ist das nach der Prospektverordnung überhaupt möglich?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Mattil (Rechtsanwalt), bitte.

Sv **Peter Mattil** (Rechtsanwalt): Wenn wir für Mandanten vor Gericht gehen, die in Wertpapiere angelegt und dadurch einen Verlust erlitten haben, müssen wir den Prospekt übersetzen lassen, da der gesamte Prospektinhalt bei Gericht vorgetragen werden muss. Dies gestaltet sich sehr schwierig, da eine Übersetzung eines normalen Prospektes ca. 15 000 bis 20 000 Euro kostet.

Es heißt immer und überall, dass die Zusammenfassung nur eine Einleitung ist. Man muss aber den ganzen Prospekt lesen und sich bei seiner Entscheidung auf den ganzen Prospekt stützen. Das steht auch in der Verordnung und im Wertpapiergesetz. Dies funktioniert jedoch nicht. Wie soll ein Anleger den Inhalt des Prospektes beurteilen können? Schauen Sie sich die Begrifflichkeiten an. Ich selbst habe mir neulich eine Zusammenfassung eines Prospektes angeschaut. Da steht etwas von Sicherheiten, in der englischen Fassung: „Securities“. Selbst die Übersetzungen sind teilweise in „Denglisch“ verfasst, womit Sie in der Praxis nichts anfangen können. Das finde ich etwas absurd.

Ihre Frage ist absolut berechtigt. Wie weit ist die Verordnung zwingend? Können Sie davon abweichen?

Es gibt gewisse Öffnungsklauseln. Es soll in die Sprache übersetzt werden, die von der BaFin und der Aufsichtsbehörde anerkannt ist. Das bezieht sich in erster Linie auf die Zusammenfassung. Der Emittent soll nicht gezwungen sein, den Prospekt zu übersetzen. Meiner Meinung nach ist diese ganze Regelung widersprüchlich. Wenn ein Prospekt in einer bestimmten Sprache erstellt wird, soll



zumindest auf Verlangen eines Anlegers oder einer Gruppe von Anlegern der Prospekt übersetzt werden, da der Emittent für den Inhalt und für die Lesbarkeit des Prospektes verantwortlich ist. Alles andere würde nicht funktionieren.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Eine Nachfrage an Herrn Tüngler. Wie sehen Sie das?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)): Es darf aber nicht sein, dass aufgrund der Vertriebsorientierung ein Anbieter aus Deutschland darüber entscheiden darf, ob ein Prospekt in deutscher Sprache erstellt wird oder nicht. Wenn der Emittent die Wertpapiere auch im Ausland anbietet, hat er nach § 19 Absatz 3 Wertpapierprospektgesetz die Möglichkeit, den Prospekt in englischer Sprache zu erstellen. Ich hab jedoch ein Problem damit, wenn ein deutscher Emittent die Wertpapiere in Deutschland und in unbestimmten Umfang im Ausland anbietet und dann den Prospekt nicht in deutscher Sprache erstellen muss, obwohl in Deutschland der Hauptvertrieb stattfindet.

Wir haben das Problem, dass der Vertrieb über die Sprache des Prospekts bestimmt. Das darf nicht sein. Wir sind der Meinung, dass in § 19 Absatz 3 Wertpapierprospektgesetz das Wort „oder“ mit dem Wort „und“ ersetzt werden sollte. Dann wäre das Problem gelöst.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Halten Sie das für rechtlich möglich? Das ist eine Verordnung, deren Spielraum wir nur sehr begrenzt beeinflussen können.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)): Ich weiß es nicht.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion DIE LINKE., Herr Zdebel, bitte.

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Ich möchte noch einmal auf die Höhe der Schwellenwerte zurückkommen und dazu Herrn Rechtsanwalt Mattil befragen. Inwieweit erachten Sie die Prospektfreiheit bis zu einer Grenze von 8 Millionen

Euro Emissionsvolumen im Umsetzungsgesetz für angemessen? Außerdem ist mir in Ihrer Stellungnahme aufgefallen, dass Sie auf einen Schwellenwert von 75 Millionen Euro für Nichtdividendenwerte aufmerksam machen. Inwieweit sehen Sie diesen Schwellenwert als problematisch an?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Mattil, bitte.

Sv. **Peter Mattil** (Rechtsanwalt): Ich nehme an, Sie meinen die Erhöhung für Kreditinstitute von 5 auf 8 Millionen. Ich persönlich würde sagen, dass es darauf nicht mehr ankommt.

In diesem Zusammenhang haben wir ein anderes Problem. Hier gelten für den Verbraucher die Einzelanlagenschwellen nicht. Ein normaler Emittent darf nur 1 000 und 10 000 Euro emittieren. Bei Kreditinstituten fehlt die Verweisung. Das müsste noch ergänzt werden.

Des Weiteren gibt es Dividendenwerte und Nichtdividendenwerte. Dividendenwerte sind in erster Linie Aktien. Nichtdividendenwerte sind zum Beispiel Zertifikate, Genussscheine, Optionsscheine und ähnliche hochriskante Produkte. Diese hochriskanten Produkte sind für Kreditinstitute bis zu 75 Millionen Euro emissionsbefreit. Das verstehe ich nicht. Warum sind ausgerechnet hochriskante Produkte emissionserleichtert? Meiner Meinung nach gehören sie zum Verkauf an Verbraucher für verboten. Ich rede hier von Optionsscheinen und Zertifikaten, die ein Totalverlustisiko in sich tragen. Das sind Knock-out-Zertifikate, Coco-Bonds (Contingent-Convertible-Anleihen) und ähnliche Produkte. Diese sind für Verbraucher hochriskant und gehören daher verboten und nicht emissionserleichtert. Hier stimmt etwas in der gesetzlichen Regelung nicht. Wenn Sie sich den Erwägungsgrund 21 der Verordnung ansehen, steht dort, dass Nichtdividendenwerte nur an qualifizierte Anleger verkauft werden sollen und nicht an Verbraucher. Diese Regelung finde ich im Wertpapierprospektgesetz nicht.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Zdebel, bitte.

Abg. **Hubertus Zdebel** (DIE LINKE.): Ich habe noch einmal eine Frage an Herrn Mattil. Von der Prospektausnahme im Vermögensanlagegesetz machen auch Genossenschaften Gebrauch, von denen manche insolvent wurden. Könnten Sie uns aus



Ihrer Praxis als Anwalt schildern, was derzeit in diesem Segment abläuft und welche Rolle dabei die Regelungen zur Prospektausnahme spielen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Mattil, bitte.

Sv. **Peter Mattil** (Rechtsanwalt): Ich kann mich gut an einen Fall erinnern. Es gab eine Genossenschaft in Chemnitz – zwei Gebäude mit etwa 400 Genossen. Man wohnt selbst darin, kauft einen Genossenschaftsanteil, gibt einen kleinen Zuschuss in Form einer geringen Miete und bewirtschaftet diese Häuser. Das ist für mich der Gedanke einer Genossenschaft. Ein Großvertrieb, dessen Namen ich nicht nennen möchte, kam auf die Idee, Anteile dieser Genossenschaft an Kleinanleger zu verkaufen. Es wurden an 10 000 Leute Genossenschaftsanteile verkauft. Die Anleger wollten irgendwann eine Rendite sehen, die es jedoch nicht gab. Wo sollte sie auch herkommen? Die Genossenschaft bewirtschaftet sich selber. Das heißt, eine Genossenschaft ist nicht als Anlage für ein Publikum geeignet.

Aufgrund der Ausnahmen im Vermögensanlagegesetz gibt es seit ein paar Jahren einige Leute, die die Prospektfreiheit ausnutzen, um mit vollkommen sinnlosen Geschäftsmodellen Geld von Kleinanlegern einzusammeln. Das muss evaluiert werden.

Ich kenne auch einen Fall, in dem zehn Prozent Provision bezahlt werden, obwohl dies nicht erlaubt ist.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Meine Fragen richten sich an den Bundesverband deutscher Banken (bdb). Wie ist Ihre Einschätzung zu der Überlegung, die Befreiungsvorschrift auch auf die GmbH-Anteile auszudehnen? Wie stehen Sie zur Erhöhung der Schwelle von 2,5 Millionen auf 6 oder 8 Millionen Euro?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband deutscher Banken (bdb), Frau Küster, bitte.

Sve **Martina Küster** (Bundesverband deutscher Banken (bdb)): Vorab nur die Anmerkung, dass wir

auf der Sachverständigenliste als Deutsche Kreditwirtschaft gelistet sind. Ich trete aber nur für den Bundesverband deutscher Banken (bdb) auf, weil wir zu diesem Thema keine gemeinsame Position als Deutsche Kreditwirtschaft haben. Wir vertreten sowohl einen Großteil der privaten Banken in Deutschland als auch circa 25 außerordentliche Mitglieder, die FinTechs. Aus der Situation der entsprechenden Häuser heraus ist die Meinungslage bei diesem Thema daher sehr heterogen. Das ist selbsterklärend.

Bezüglich der GmbH-Anteile erachten wir die Punkte, die im Evaluierungsbericht aufgenommen wurden, als sehr wichtig, da der Verbraucher geschützt werden sollte und hier bestimmte Umgehungsgrenzen nicht aufgenommen werden sollten. Darüber hinaus haben wir das Thema nicht näher beleuchtet. Daher würde ich Ihnen im Nachgang eine weitere Meldung geben.

Als Bankenverband (bdb) hat uns die Grenze von 6 Millionen Euro in Bezug auf die Schwellenwerte etwas überrascht. Wir haben uns in unserer Stellungnahme zum Evaluierungsbericht bereits im September letzten Jahres dafür eingesetzt, dass der Schwellenwert auf 8 Millionen Euro erhöht wird. Auch deswegen, weil aktuell auf EU-Ebene die Crowdfunding-Verordnung diskutiert wird und auch dort 8 Millionen Euro als Schwelle genannt werden. Auch in der Prospektverordnung haben wir 5 Millionen beziehungsweise 8 Millionen Euro als Schwelle und halten aufgrund der Vergleichbarkeit der Regelungen eine Grenze von 8 Millionen Euro für sinnvoll. Von daher würden wir uns für 8 Millionen Euro und eine weitere Evaluierung nach ca. zwei Jahren aussprechen. Wir blicken in diesem Punkt auch auf den Crowdfunding-Verband, der das mit unterstützt.

Auch die Einzelanlagenschwellen hatten wir in unserer Stellungnahme im September bereits aufgegriffen. Wir glauben, dass eine Erhöhung der Schwellen nicht notwendig ist, da die Schwellen von 1 000 beziehungsweise 10 000 Euro aus Sicht des Verbraucherschutzes sinnvoll und ausreichend sind, um den Privatanleger zu schützen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Eine kurze Rückfrage: Habe ich Sie jetzt richtig verstanden, dass Sie



grundsätzlich eine Ausweitung der Befreiungsvorschrift auf andere Vermögensanlagen für sinnvoll erachten?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für den Bundesverband deutscher Banken (bdb), Frau Küster, bitte.

Sve **Martina Küster** (Bundesverband deutscher Banken (dbd)): Korrekt. Grundsätzlich halten wir die Ausweitung für sinnvoll. Trotzdem würden wir dies nochmal im Detail prüfen, insbesondere mit Blick auf die GmbH und Co. KG-Anteile.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Dann würde ich noch gerne den Bundesverband Crowdfunding zu der Thematik des Paragraphen 2a Absatz 5 Vermögensanlagengesetz hören. Gerade gab es dazu eine Einschätzung von Herrn Tüngler. Wie stehen Sie dazu?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Bundesverband Crowdfunding, Hr. Dr. Riethmüller, bitte.

Sv Dr. **Tobias Riethmüller** (Bundesverband Crowdfunding e. V.): Wir glauben, dass die im Evaluierungsbericht vorgeschlagene Änderung zu großer Rechtsunsicherheit führen würde, weil letztlich der Emittent zivilrechtlich mit einer Prospekthaftung belastet würde, die von völlig unbestimmten Rechtsbegriffen abhinge. Man weiß nicht genau, was man unter dem neu einzufügenden Tatbestandsmerkmal „maßgebliche Interessenverflechtung“ verstehen soll. Es würde letztlich ein Zivilgericht darüber entscheiden, welches nicht an die Haltung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gebunden ist. Daher würden wir befürworten, dass klargestellt wird, dass eine solche Interessenverflechtung bei einer rein schuldrechtlichen Kooperation nicht gegeben ist. Oder eine Interessenverflechtung nur dann nicht gegeben ist, wenn die Regelbeispiele des Paragraphen 2a Absatz 5 Vermögensanlagengesetz erfüllt sind.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, Herr Schmidt, bitte.

Abg. **Stefan Schmidt** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Meine Frage richtet sich an Herrn Mattil. Wie müsste eine Alternative für den Wertpapierprospekt aussehen, beziehungsweise welche Informationen sollten auf dem Wertinformationspapier ergänzt werden? Das ist momentan üblicherweise drei Seiten lang. Welche Informationen wären dort

zusätzlich oder alternativ aus Ihrer Sicht notwendig?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Mattil, bitte.

Sv. **Peter Mattil** (Rechtsanwalt): Das Wertpapierinformationsblatt hat nur die nötigsten Angaben, die man braucht, um sich ein erstes Bild von einem Wertpapier oder von einer Anlage zu machen. Es ist kein Ersatz des Prospektes. Es ist nur eine Einleitung oder Zusammenfassung. Demnach sollte man sich immer auf einen Prospekt beziehen.

Wenn Sie bedenken, was in einem Prospekt für Angaben stehen müssen, wie zum Beispiel die Historie eines Emittenten und mögliche Aufsichtsverfahren oder Strafverfahren, werden Sie bemerken, dass die Angaben, mit denen man nicht nur dem Produkt, sondern auch dem Emittenten auf den Grund gehen kann, nicht im Wertpapierinformationsblatt enthalten sind.

Das Wertpapierinformationsblatt kann die benötigte Information nicht leisten. Daher reicht es auch für die Vorbereitung einer Klage gegen einen Emittenten nicht aus. Wenn es nichts weiter gibt, kann man im Prinzip nur die Waffen strecken und sich mit dem Verlust abfinden.

Das Kurzblatt zu erweitern, ist natürlich auch nicht sinnvoll. Diese drei Seiten stellen eigentlich schon die Obergrenze dar. Mehr wollen wir nicht, sonst wäre es kein Kurzinformativblatt mehr.

Man muss in diesem Bereich auch überlegen, ob bis zur Schwelle von 8 Millionen Euro nicht das „Prospekt-Light“-Format eine vernünftige Sache wäre. Dieses Format haben wir beim Wachstumsprospekt und bei den sekundären Emissionen. Das ist ein abgespeckter „Light-Prospekt“ mit wesentlich mehr Informationen, aber mit geringerem Umfang im Vergleich zu einem gewöhnlichen Prospekt. Ich glaube, zu diesen Kurzprospekten gibt es noch keine Durchführungsverordnung. Das ist aber sicher eine überlegenswerte Alternative zu dem Wertpapierinformationsblatt und zu einem gänzlichen Verzicht auf einen Prospekt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Schmidt, bitte.

Abg. **Stefan Schmidt** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Vielleicht können Sie den „Light-Prospekt“ noch einmal darstellen. Welche Informationen sind



weniger als im Prospekt und welche mehr als im Wertpapierinformationsblatt?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Mattil, bitte.

Sv. **Peter Mattil** (Rechtsanwalt): Die genauen Angaben im Wachstumsprospekt sind eher standardisiert. Da gibt es Vorgaben, die man sich im Einzelnen anschauen müsste. Diese kommen von der ESMA (European Securities and Markets Authority). Dazu gibt es Umsetzungsregularien, die wesentlich knapper als bei einem Prospekt sind, der nach der Prospektverordnung gemacht werden muss.

Ich habe noch keinen „Light-Prospekt“ gesehen. Insofern müsste man schauen, wie die ersten Beispiele auf dem Markt aussehen werden.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Schmidt.

Abg. **Stefan Schmidt** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Ich habe noch eine Frage an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Ich bin mir auch nicht sicher, ob einer der Sachverständigen Auskunft geben kann. Im Gesetz sollen auch Änderungen am Versicherungsaufsichtsgesetz vorgenommen werden. Konkret soll ein Genehmigungsverbehalt der BaFin bei Gewinnabführungsverträgen eingeführt werden. Können Sie kurz darstellen, inwiefern diese Änderung notwendig ist?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ich werde mich kurzhalten müssen, da ich mehr Wertpapier- und weniger Versicherungsaufsichtsexperte bin. Ich habe mir aber von meinen Kollegen mitgeben lassen, dass die Änderung im Wesentlichen einer Klarstellung der Verwaltungspraxis der BaFin dient. Insbesondere soll sie sicherstellen, dass auch in einem niedrigen Zinsumfeld eine Verlustübernahmepflicht der Muttergesellschaft langfristig bestehen bleibt. Anders als der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) sind wir der Meinung, dass es sich hier nicht um einen neuen Sachverhalt handelt, sondern es um die Klarstellung der Verwaltungspraxis geht.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die letzte Frage kommt von der Fraktion der SPD, Herr Hakverdi, bitte.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Die anerkannte Sprache beim Prospekt ist schon als Thema aufgeworfen worden. Da wir die anderen Positionen dazu gehört haben, richtet sich meine Frage an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Betrachten wir also eine nur in Deutschland angebotene Emission: Sofern eine Zusammenfassung des Prospekts in deutscher Sprache existiert, ist für den Prospekt auch die englische Sprache anerkannt. Ist dies aus Ihrer Sicht praktikabel und sinnvoll?

Es geht mir nicht um die Größe und den Aufwand, sondern ob das tatsächlich funktioniert. Stichwort war hier „Google-Übersetzer“ und dass es am Ende sogar dazu kommen kann, dass widersprüchliche Informationen vorliegen, weil dann beide Versionen in verschiedenen Sprachen existieren. Finden Sie das in Ordnung, oder sollte das alles doch auf Deutsch gemacht werden?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Herr Oberfrank.

Sv **Jürgen Oberfrank** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): In der Praxis haben wir keine Schwierigkeiten, solche Prospekte zu prüfen. Allerdings haben wir auch nicht allzu viele Angebote, die sich an deutsche Anleger richten oder vor allem in Deutschland vertrieben werden sollen und in englischer Sprache abgefasst sind. Derzeit sind es zum Beispiel Mitarbeiterbeteiligungsprogramme ausländischer Unternehmen, die in Deutschland ihre Niederlassung und Mitarbeiter haben. Diese erstellen den Prospekt in englischer Sprache, weil die Zielgruppe Englisch besser versteht als Deutsch. Demnach hängt die Sprache von der Zielgruppe ab. Wenn ich als Emittent versuche, ein Produkt an deutsche Anleger zu verkaufen, werde ich den Prospekt normalerweise auch in deutscher Sprache verfassen. Insofern haben wir an dieser Stelle bislang keine negative Rückmeldung erhalten.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Dann sind wir am Ende unserer heutigen Anhörung



angekommen. Ich danke noch einmal allen Sachverständigen, die uns heute Ihre Zeit geschenkt und mit uns über das Thema gesprochen haben. Wir werden Ihr Wissen mit in die weiteren Beratungen nehmen. Herzlichen Dank! Liebe Kolleginnen und Kollegen, Ihnen wünsche ich auch noch einen schönen Nachmittag und eine gute Woche.

Schluss der Sitzung: 14:33 Uhr

Bettina Stark-Watzinger, MdB  
**Vorsitzende**





**- Anlagenverzeichnis -**

- Anlage 1:** Stellungnahme des Bundesverbandes Crowdfunding e. V.
- Anlage 2:** Gemeinsame Stellungnahme  
des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e. V. (BVR)  
und des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e. V. (DSGV)  
für die Deutsche Kreditwirtschaft
- Anlage 3:** Stellungnahme des Bundesverbandes deutscher Banken e. V.  
für die Deutsche Kreditwirtschaft
- Anlage 4:** Stellungnahme der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)
- Anlage 5:** Stellungnahme des institutes für finanzdienstleistungen e. V. (iff)
- Anlage 6:** Stellungnahme von Herrn Peter Mattil, Rechtsanwalt  
Mattil & Kollegen

Bundesverband Crowdfunding e.V. | Köpenicker Str. 154 | 10997 Berlin

Frau  
Bettina Stark-Watzinger (MdB)  
Vorsitzende des Finanzausschusses  
des Deutschen Bundestags  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

**Karsten Wenzlaff**

Geschäftsführer

T +49 30 - 6098 89525

F +49 30 - 2332 89291

E karsten.wenzlaff@bundesverband-crowdfunding.de

Berlin, den 4. April 2019

## **Stellungnahme zum „Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Ausübung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen“ (BT-Drs. 19/8005)**

Sehr geehrte Frau Vorsitzende Stark-Watzinger,

wir möchten uns im Namen des Bundesverbands Crowdfunding e.V. sehr herzlich für die Einladung zur Teilnahme an der Anhörung am Montag, dem 8. April 2019, bedanken.

Der Bundesverband Crowdfunding vertritt die Interessen der Crowdfunding-Plattformen in Deutschland. Seine Mitglieder vermitteln ca. 80 Prozent der durch Crowdinvesting in Deutschland emittierten Vermögensanlagen und Wertpapiere.

Gerne möchten wir Ihnen unsere Stellungnahme vorab zukommen lassen:

Die EU-Prospektverordnung bietet Deutschland die Möglichkeit, prospektfreie Emissionen von Wertpapieren bis zu einem Schwellenwert von 8 Mio. Euro zuzulassen. Von dieser Möglichkeit wurde bereits durch Schaffung des neuen § 3 Abs. 2 Nr. 6 Wertpapierprospektgesetz („**WpPG**“) Gebrauch gemacht, nach dem eine Emission nachrangiger Genussscheine bis zu einem Betrag in Höhe von 8 Mio. Euro prospektfrei möglich ist.

Im Zuge der Verabschiedung des Gesetzes zur weiteren Ausübung der EU-Prospektverordnung sollte insbesondere (i) die Möglichkeit der prospektfreien Emission auf die Emission von GmbH-Geschäftsanteilen ausgeweitet werden und (ii) wie im Evaluierungsbericht vorgeschlagen die Höhe der prospektfreien Emission auf 6 Mio. Euro angehoben werden. Dies wäre sowohl im Interesse der kapitalsuchenden jungen und mittelständischen Unternehmen in Deutschland, die – wie sich auch aus dem Evaluierungsbericht vom 21. März 2019 ergibt – ganz überwiegend in der Rechtsform einer GmbH betrieben werden, als auch im Interesse der Anleger geboten. Darüber hinaus würde eine solche Ausweitung der Förderung des Kapitalmarktstandortes Deutschland dienen.

Damit der Entwurf in Deutschland zu einer weiteren Verbesserung der Finanzierungsbedingungen von jungen und mittelständischen Unternehmen führt, ist aus unserer Sicht – zur Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten der kapitalsuchenden Unternehmen sowie zur Förderung des Kapitalmarktstandortes Deutschland – insbesondere die Schwarmfinanzierungsausnahme in § 2a Abs. 1 Vermögensanlagegesetz auf Geschäftsanteile an einer GmbH auszuweiten sowie die Höhe der prospektfreien Emission von 2,5 Mio. Euro auf 6 Mio. Euro anzuheben (vgl. hierzu nachfolgende Ziffer I.).

Die angedachte Änderung von § 2a Abs. 5 VermAnlG sollte demgegenüber unterbleiben. Weiterhin sollten die Einzelinvestmentgrenzen flexibler gestaltet werden, um die Anlagemöglichkeiten der Anleger und die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen zu verbessern (vgl. hierzu nachfolgende Ziffer III.).

Ferner sollten die Werbevorschriften praxisfester gestaltet werden und es sollte das Verhältnis der Widerrufsrechte (Fernabsatzwiderrufsrecht sowie Widerrufsrecht nach § 2d WpPG) zueinander geklärt werden (vgl. hierzu nachfolgende Ziffern IV. und V.).

Im Einzelnen hierzu, wie folgt:

## **I. Ausweitung der Prospektbefreiung auf Geschäftsanteile an GmbHs sowie Anhebung der Höhe von prospektfreien Emissionen auf 6 Mio. Euro**

Wie bereits in unserer Stellungnahme zum „Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ vom 11. Juni 2018 dargelegt<sup>1</sup>, ist der ganz überwiegende Teil von jungen und mittelständischen Unternehmen (hier auch als „**KMU**“ bezeichnet) in der Rechtsform einer GmbH organisiert.

Nach deutschem Recht sind Geschäftsanteile an einer GmbH – anders als bspw. Aktien – nicht als „Wertpapiere“, sondern als „Vermögensanlagen“ zu qualifizieren. Weder die Prospektbefreiung in § 3 Abs. 2 Nr. 6 WpPG noch die Prospektbefreiung in § 2a Abs. 1 Vermögensanlagengesetz („**VermAnIG**“) erfassen daher derzeit die Emission von Geschäftsanteilen an einer GmbH.

Die Schwarmfinanzierungsausnahme in § 2a VermAnIG sollte – insbesondere aus den unter nachstehenden Ziffern 1. bis 3. genannten Gründen – auf Geschäftsanteile an einer GmbH erweitert werden.

Zur Erfassung der Geschäftsanteile an einer GmbH (zusätzlich zur gemäß Evaluierungsbericht geplanten Erweiterung auf Genussrechte sowie Anhebung der Prospektschwelle) müsste lediglich der § 2a Abs. 1 VermAnIG wie folgt geändert werden (neuer Text in **rot**):

### *„§ 2a Befreiungen für Schwarmfinanzierungen*

- (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 **1**, 3, 4, **5** und 7, wenn der Verkaufspreis sämtlicher **in einem Zeitraum von 12 Monaten** angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten **2,56** Millionen Euro nicht übersteigt; **nicht emittierte oder zurückgezahlte Vermögensanlagen werden nicht angerechnet.**“*

Für die vorstehend vorgeschlagene Änderung des § 2a Abs. 1 VermAnIG im Hinblick auf die Erfassung von Geschäftsanteilen an einer GmbH sprechen insbesondere die nachfolgenden Argumente:

### **1. Vorteile von Eigenkapitalemissionen für KMU**

Die Finanzierung eines KMU durch Gewährung von Geschäftsanteilen an der GmbH stellt eine Eigenkapitalfinanzierung dar. Eine Eigenkapitalfinanzierung hat gegenüber einer Finanzierung durch Fremdkapital erhebliche Vorteile für das betreffende Unternehmen:

Im Gegensatz zu Fremdkapital ist Eigenkapital nicht durch das Unternehmen zurückzuzahlen, sondern steht dem Unternehmen dauerhaft zur Verfügung. Weiterhin ist Eigenkapital nicht zu verzinsen.

---

<sup>1</sup> Vgl. insbesondere unsere als Anlage beigefügte Stellungnahme zum „Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ vom 11. Juni 2018, dort S. 2.

Aus diesem Grund führt Eigenkapital – im Gegensatz zu Fremdkapital – nicht zu einer Belastung des Cash-Flows des Unternehmens mit Zinszahlungs- und Tilgungspflichten.

Für Unternehmen weist daher eine Eigenkapitalfinanzierung im Vergleich zur Fremdkapitalfinanzierung finanzielle Vorteile auf.

## **2. Vorteile von Eigenkapitalbeteiligungen für Anleger**

Die Emission von Eigenkapital durch Ausgabe von Geschäftsanteilen an einer GmbH hat jedoch nicht nur Vorteile für die zu finanzierenden Unternehmen. Gerade auch Anleger profitieren von einer solchen Beteiligungsmöglichkeit.

### **a) Anleger wird (Mit-)Inhaber des KMU**

Durch den Erwerb der Geschäftsanteile werden Anleger vollwertige Gesellschafter der GmbH. D.h. der Anleger wird (Mit-)Inhaber des Unternehmens, kann dadurch dessen Geschicke und Fortgang wesentlich mitbestimmen und partizipiert unmittelbar an dem wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens und der Steigerung des Unternehmenswerts. Schuldrechtliche Vereinbarungen können eine solche Inhaberstellung sowie die daraus folgenden Mitbestimmungsmöglichkeiten nicht vermitteln. Auch gewähren schuldrechtliche Beteiligungen per se keine Beteiligung am Wertzuwachs des Unternehmens.

### **b) Geringes Verlustrisiko, keine persönliche Haftung**

Neben der Mitbestimmungsmöglichkeit, die dem Anleger im Rahmen einer Eigenkapitalbeteiligung durch Zeichnung von GmbH-Geschäftsanteilen gewährt wird, hat der Anleger auch nur ein sehr überschaubares Verlustrisiko: als Gesellschafter einer GmbH haftet dieser nicht persönlich, sondern kann grundsätzlich alleine maximal seine Einlage verlieren. Undurchsichtige, nicht überschaubare Verlustrisiken drohen dem Anleger gerade nicht im Rahmen einer Eigenkapitalbeteiligung.

### **c) Gesetzlich zwingende Rechte zugunsten der Anleger**

Weiterhin greifen durch die Gesellschafterstellung zugunsten der Anleger auch die gesetzlich zwingenden Rechte und Ansprüche des deutschen GmbH-Gesetzes („**GmbHG**“) sowie weiterer deutscher kapitalmarktrechtlicher Regelungen ein. So sieht das GmbHG verschiedene Regelungen zum Schutz der Gesellschafter der GmbH (Minderheitenschutz, Missbrauchsschutz, Kollektivrechte) vor. Hierzu gehören unter anderem

- (i) das gesetzliche Auskunfts- und Einsichtsrecht nach § 51a GmbHG, nach dem die Gesellschafter jederzeit verlangen können, Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft zu erhalten und Einsicht in die Bücher zu nehmen;
- (ii) das nicht entziehbare Stimmrecht nach § 47 GmbHG;
- (iii) das nicht entziehbare Recht auf Teilnahme an Gesellschafterversammlungen;
- (iv) das Recht, Gesellschafterversammlungen einzuberufen und zu verlangen, dass Gegenstände zur Beschlussfassung angekündigt werden (wenn betreffenden Gesellschafter mindestens 10 % des Stammkapitals halten, § 50 GmbHG);
- (v) das nicht einschränkbare Anfechtungsrecht hinsichtlich Gesellschafterbeschlüssen (Herbeiführung der Nichtigkeit von Gesellschafterbeschlüssen durch Anfechtungsklage bzw. Erhebung einer Nichtigkeitsklage);
- (vi) das Recht, Auflösungsklage zu erheben (wenn betreffenden Gesellschafter mindestens 10 % des Stammkapitals halten, § 61 Abs. 2 GmbHG);
- (vii) das Recht eines Gesellschafters, Ansprüche der Gesellschaft durch Gesellschafterklage (sog. *actio pro socio*) geltend zu machen (was wiederum dem Gesellschafter jedenfalls mittelbar als (Mit-)Inhaber der Gesellschaft zugutekommt);

- (viii) Weisungs-, Prüfungs- und Überwachungsrechte der Gesellschafter (Kollektivrecht) gegenüber dem/den Geschäftsführer/n; sowie
- (ix) weitere gesetzlich zwingende Minderheitenschutzrechte (bspw. der Schutz vor „Asset Stripping“ nach § 179a AktG (analog), Anspruch auf Vorlage des Jahresabschlusses gemäß § 42a GmbHG, etc.).

Sämtliche der vorgenannten Rechte von Gesellschaftern einer GmbH sind gesetzlich zwingend und können nicht durch vertragliche Vereinbarungen eingeschränkt oder sogar gänzlich abbedungen werden.

#### **d) Weitere Rechte zugunsten der Anleger**

Neben diesen zwingenden Rechten stehen den Gesellschaftern einer GmbH noch weitere gesetzliche Rechte und Ansprüche zur Verfügung, die den Anlegern zugutekommen. Insbesondere sind folgende weiteren Gesellschafterrechte bzw. -ansprüche erwähnenswert:

- (i) Gewinnbezugsrecht der Gesellschafter (§ 29 Abs. 3 GmbHG: grundsätzlich entsprechend dem Verhältnis der Geschäftsanteile);
- (ii) Bezugsrecht der Gesellschafter hinsichtlich neu auszugebender Geschäftsanteile bei Kapitalerhöhungen (§ 55 GmbHG; Schutz vor Verwässerung, grundsätzlich entsprechend dem Verhältnis der Geschäftsanteile);
- (iii) Anspruch auf Erhalt des Liquidationsüberschusses (§ 72 S. 1 GmbHG: grundsätzlich entsprechend dem Verhältnis der Geschäftsanteile); sowie
- (iv) Kollektivrechte (insbesondere aus § 46 GmbHG: der Bestimmung der Gesellschafter unterliegt grundsätzlich unter anderem die Feststellung des Jahresabschlusses, Bestellung von Geschäftsführern, Prokuristen und Handlungsbevollmächtigten etc.).

Bei den vorgenannten Rechten und Ansprüchen handelt es sich um solche, die durch vertragliche Regelungen abgeändert werden können, d.h. es kann sowohl eine Verschärfung zugunsten der Gesellschafter als auch eine Einschränkung vereinbart werden. In dem Fall, in dem vertraglich keine Einschränkung vereinbart wird (wie dies üblicherweise insbesondere bei dem Gewinnbezugsrecht sowie den Kollektivrechten aus § 46 GmbHG der Fall ist), greifen auch diese Rechte und Ansprüche zugunsten der Gesellschafter einer GmbH – mithin zugunsten der Anleger – ein.

#### **e) Rechte und Ansprüche zugunsten der Anleger, die diesen im Rahmen von marktüblichen Beteiligungsvereinbarungen gewährt werden**

Schließlich werden im Rahmen einer Beteiligung an einer GmbH den Anlegern bei marktüblichen Beteiligungsvereinbarungen bestimmte Rechte und Ansprüche gewährt, die über die gesetzlichen Rechte und Ansprüche hinausgehen. Hierbei handelt es sich insbesondere unter anderem um folgende Rechte und Ansprüche:

- (i) Gewährung besonderer Zustimmungsverpflichtungen/-rechte der Anleger (d.h. Maßnahme darf nur mit Zustimmung der Investoren vorgenommen werden) insbesondere hinsichtlich verschiedener Grundlagengeschäfte (bspw. Grundstückserwerbe, Maßnahmen mit besonders hohem finanziellen Aufwand, Maßnahmen, die die Gesellschaft betreffen etc.);
- (ii) Installation eines Beirates, in dem Anleger ein oder mehrere Mitglieder stellen, die Interessen der Anleger wahrnehmen;
- (iii) Zustimmungsverpflichtung bei Verfügung/Belastung von Geschäftsanteilen (Schutz der Anleger vor unkontrolliertem Eindringen Dritter in die Gesellschaft);
- (iv) Erwerbs- und Vorkaufsrechte sowie Mitveräußerungsrechte hinsichtlich der Geschäftsanteile (für den Fall des Exit; Sicherung Erlösbeteiligung bei Verkauf des Unternehmens);
- (v) umfangreiche Reporting- und Informationsansprüche der Anleger;

- (vi) Gewährung einer Liquidationspräferenz zu Gunsten der Anleger;
- (vii) Verwässerungsschutzregelungen im Falle einer Beteiligung von weiteren Anlegern; sowie
- (viii) Poolvereinbarungen zum Schutz der Wahrnehmung der Rechte der Anleger.

Bei den vorgenannten Rechte und Ansprüchen handelt es sich um solche, die Anlegern üblicherweise im Rahmen einer Beteiligung an einer GmbH durch Beteiligungsvereinbarungen (Beteiligungsvertrag, Gesellschaftervereinbarung, Gesellschaftsvertrag) gewährt werden. Es ist davon auszugehen, dass bei Erweiterung der Schwarmfinanzierungsausnahme auf eine Beteiligung an einer GmbH entsprechende Rechte und Ansprüche in Beteiligungsvereinbarungen gewährt würden, da anderenfalls eine Marktüblichkeit der Vereinbarungen nicht gegeben wären.

#### **f) Schutz durch Abschluss von Poolvereinbarungen**

Häufig wird im Rahmen einer Beteiligung einer Mehrzahl von Anlegern an einer GmbH eine Stimmbindungs- und Poolvereinbarung zur Sicherstellung der (effektiven) Wahrnehmung der Rechte der Anleger in der Gesellschaft abgeschlossen.

Bei einer Beteiligung einer größeren Anzahl von Anlegern an einem Unternehmen, die den Zweck hat, dem Unternehmen gemeinsam die benötigte Finanzierung zukommen zu lassen, erfolgen die Investitionen der Anleger allesamt auf Basis gleichgerichteter Interessen der Anleger. Durch die Bündelung der Ausübung der Gesellschafterrechte der Anleger nimmt der unternehmerische Einfluss, der den Anlegern durch Ihre Stellung als Gesellschafter der GmbH zukommt, insgesamt zu: Das Stimm-Pooling führt dazu, dass sämtliche Stimmrechte der gepoolten Anleger wahrgenommen werden – und zwar selbst dann, wenn sich nicht jeder Anleger an der betreffenden Abstimmung oder Gesellschafterversammlung beteiligt. Somit wird die Wahrnehmung der Gesellschafterrechte und der Interessen der Anleger durch eine Poolvereinbarung gefördert. Da die Anleger darüber hinaus im Regelfall aber auch gleichgerichtete Interessen verfolgen, erfolgt die Wahrnehmung der Gesellschafterrechte auch im Interesse der Gesamtheit der Anleger sowie auch im Interesse des jeweils einzelnen Anlegers.

Gerade bei kleineren Beteiligungshöhen, wie sie üblicherweise im Rahmen einer Beteiligung mehrerer Anleger an einer GmbH gegeben ist, besteht eine besondere Gefahr, dass der jeweilige betreffende Anteilsinhaber sein Stimmrecht erst gar nicht ausübt, da ihm dies zu „aufwendig“ im Hinblick auf den zu erzielenden Erfolg scheint (bspw. Teilnahme an der Gesellschafterversammlung zu aufwendig/teuer etc.). Dieses Problem für die Corporate Governance wird kapitalmarkttheoretisch als „rationale Apathie“ bezeichnet. Gemeint ist, dass ein Gesellschafter seine Rechte deshalb nicht ausübt, weil bei kleinteiligen Beteiligungen die Kosten der Ausübung der Gesellschafterrechte in einer jeweiligen Beteiligung nicht im richtigen Verhältnis zum erwarteten Nutzen (bzw. den Opportunitätskosten im Fall der Nichtbeteiligung, also der Apathie) stehen. Hinzu kommt, dass der Anleger die von ihm gegebenenfalls errungenen Vorteile mit den anderen (insbesondere auch den anderen Gesellschaftern, die ihre Rechte nicht ausgeübt haben) teilen muss (sog. „Trittbrettfahrerproblem“).

Dieses Problem, das eine tatsächliches und kein rechtliches Problem ist, da – wie dargestellt – die Rechte der Gesellschafter nicht beschränkt werden, wird durch Abschluss eines Poolvertrages entschärft.

#### **g) Gesetzliches Schutzsystem hat sich bewährt**

Anleger, die im Rahmen einer Emission (Minderheits-)Gesellschafter einer GmbH werden, stehen demnach (unter anderem) gesetzlich zwingende Stimm-, Teilnahme- und Missbrauchsschutzrechte und -ansprüche zu. Dieses im GmbHG niedergelegte System zum Schutz der Gesellschafter hat sich als praxisfest bewährt. Die im GmbHG geregelten Ansprüche und Rechte beruhen in ihren wesentlichen Grundzügen auf einer über einhundertjährigen Rechtstradition. Bei einer Eigenkapitalemission durch Erwerb von Geschäftsanteilen an einer GmbH steht daher dem Anleger automatisch ein umfangreiches Schutzsystem zur Verfügung, das seine Stellung als (Mit-)Inhaber des Unternehmens



zusätzlich stärkt und das im Rahmen bloß schuldrechtlicher Beteiligungsmodelle nur unzureichend nachgebildet werden kann.

#### **h) Gerechter Interessenausgleich**

Die Regelungen des GmbHG gewährleisten auch einen gerechten Interessenausgleich zwischen den Interessen der Gesellschaft und den Interessen der Gesellschafter. Da im Rahmen der Emission die Emissionsbedingungen von dem Unternehmen festgelegt werden, ist ein solch gerechter Interessenausgleich bei einer schuldrechtlichen Beteiligung (wie bspw. nachrangigen Genussscheinen und partiari-schen Nachrangdarlehen) nicht zwingend vorgesehen.

Zusammenfassend geht der zusätzliche gesetzlich zwingende Schutz der Gesellschafter aus dem GmbHG und den weiteren kapitalmarktrechtlichen Regelungen sowie die weiteren Rechte und Ansprüche der Gesellschafter aus dem GmbHG und den Beteiligungsverträgen deutlich über den rein schuldrechtlichen Schutz, den Anleger im Rahmen von nachrangigen Genussscheinen und partiari-schen Nachrangdarlehen im Regelfall genießen, hinaus (siehe hierzu nachfolgende Ziffer 3.).

#### **i) Jedenfalls höheres Schutzniveau durch gesetzlichen Schutz im Vergleich zu Schutz durch schuldrechtliche Vereinbarungen**

Insoweit ist zu den Ausführungen im Evaluierungsbericht aus unserer Sicht noch ein wichtiger Punkt klarzustellen: Selbst wenn dieses gesetzliche Schutzsystem, etwa im Rahmen von Publikumsemissionen, durch schuldrechtliche Vereinbarungen wie etwa Pooling-Vereinbarungen oder Treuhandmodelle modifiziert und überlagert wird (und dadurch in Annäherung an das aktienrechtliche System gesetzliche Weisungs-, Informations- und Entnahmerechte eingeschränkt werden) – soweit solche Modifikationen innerhalb des bestehenden zwingenden gesellschaftsrechtlichen Rahmens, an dem durch die vorgeschlagene prospektrechtliche Änderung nichts verändert würde, überhaupt zulässig sind – haben Anleger, die im Rahmen eines so geschaffenen Systems Gesellschafter werden, typischerweise *immer noch eine stärkere Rechtsstellung* als Anleger, die etwa in Nachrangdarlehen oder Genussrechte investieren.

Auch eine Verselbstständigung der Verwaltung bzw. „überragende Stellung der Geschäftsführung“ gegenüber den Gesellschaftern ist daher in solchen Strukturen in geringerem Ausmaß zu erwarten (wenn überhaupt, vgl. vorstehenden lit. c und lit. f), als wenn das Unternehmen stattdessen Nachrangdarlehen oder Genussrechte zur Finanzierung nutzen würde.

Der im Evaluierungsbericht enthaltene Aussage, in solchen Fällen sei „*fraglich*“, ob „*noch ein adäquater Anlegerschutz*“ bestehe, stimmen wir daher nicht zu; vielmehr scheint uns aus den dargelegten Gründen die gegenteilige Einschätzung zutreffend.

Änderungen am gesetzlichen Erfordernis der Beurkundung des Erwerbs von Geschäftsanteilen, das die Handelbarkeit der Anteile einschränkt und die Identifikation der Gesellschafter sicherstellt, würde diese vorgeschlagene Änderung nicht bewirken. Das Erfordernis der Einbindung eines Notars stellt insoweit auch einen zusätzlichen Übereilungsschutz für den Anleger dar, was aus Verbraucherschutzgründen begrüßenswert erscheint.

### **3. Vergleich zu prospektfreien Emissionen von nachrangigen Genussscheinen und partiari-schen Nachrangdarlehen**

Die durch § 3 Abs. 2 Nr. 6 WpPG bzw. § 2a Abs. 1 VermAnlG von der Prospektspflicht befreiten nachrangigen Genussscheine und partiari-schen Nachrangdarlehen können verglichen damit für den Anleger ein höheres Risiko bei geringerem Schutzniveau aufweisen. Im Einzelnen hierzu wie folgt:

Auch wenn man (wie bei der Unternehmensfinanzierung durch Schwarmfinanzierung in der Regel der Fall) den Versuch unternimmt, den gesetzlichen Anlegerschutz aus den gesellschaftsrechtlichen Regeln im Rahmen von nachrangigen Genussscheinen und partiarischen Nachrangdarlehen schuldrechtlich möglichst weitgehend nachzubilden, stößt dieses Anliegen aufgrund der Komplexität und der rechtlichen Einordnung der schuldrechtlichen Vereinbarungen als AGB an Grenzen. Darüber hinaus würde das Einräumen weiterer gesellschaftertypischer Rechte bei partiarischen Darlehen dazu führen, dass diese von der BaFin als stille Beteiligungen eingeordnet werden. Diese Einordnung führt zu einer Prospektpflicht, sodass es bereits aufsichtsrechtlich nicht möglich ist, die Rechte der Anleger bei partiarischen Darlehen deutlich zu steigern und zugleich von der Prospektbefreiung Gebrauch zu machen.

Wie bereits dargelegt, gewähren nachrangige Genussscheine und partiarische Nachrangdarlehen dem Anleger alleine eine schuldrechtliche Position, während der Anleger bei Erwerb von GmbH-Geschäftsanteilen (Mit-)Inhaber des Unternehmens wird und somit eine echte „Eigentümerstellung“ mit vollen „Eigentümerrechten“ erhält.

Des Weiteren gewähren nachrangige Genussscheine und partiarische Nachrangdarlehen – im Gegensatz zu einer Eigenkapitalbeteiligung an einer GmbH – im Regelfall weder Stimmrechte (insbesondere in Gesellschafterversammlungen des Unternehmens) noch Mitbestimmungsrechte noch zwingende gesetzliche Informations- und/oder Kontrollrechte. Zusammengefasst hat der Anleger bei dieser Art der Investition im Regelfall gerade keine Möglichkeiten, Einfluss zu nehmen oder die Geschicke des Unternehmens mitzubestimmen.

Dies ist – wie unter vorstehender Ziffer 2. beschrieben – bei der Emission von Geschäftsanteilen an einer GmbH anders.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass eine Eigenkapitalbeteiligung sowohl für kapitalsuchende Unternehmen als auch für Investoren viele Vorteile bringt. Die Erweiterung der Ausnahme in § 2a VermAnIG auf GmbH-Geschäftsanteile käme daher allen beteiligten Parteien zugute, ohne dass hierdurch erhebliche Risiken für Investoren entstehen, vor denen Investoren geschützt werden müssten. Würde man die Ausnahme in § 2a VermAnIG entsprechend unserem Vorschlag auf GmbH-Geschäftsanteile erweitern, so würde dies neue, interessante Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen und daher im Ergebnis zur Förderung des Kapitalstandortes Deutschland führen.

#### **4. Anhebung der Höhe der Prospektschwelle**

Wir begrüßen nachdrücklich den im Evaluierungsbericht enthaltenen Vorschlag, die Prospektschwelle des § 2a Abs. 1 VermAnIG für prospektbefreite Vermögensanlagen auf 6 Mio. Euro anzuheben und (wie von uns bereits in der Vergangenheit angeregt) die dort vorgeschlagenen praxis- und risikorechten tatbestandlichen Klarstellungen vorzunehmen.

Für eine Anhebung der Schwelle spricht insbesondere, dass die Grenze von 2,5 Mio. Euro ökonomisch gesehen zu niedrig ist, da die Transaktionskosten für eine Prospektemission bei diesen Volumina prohibitiv hoch sind. Die EU-Prospektverordnung hat daher bewusst die Höhe für prospektfreie Emissionen auf bis zu 8 Mio. Euro festgelegt. Dieser Rahmen wurde in Deutschland mit § 3 Abs. 2 Nr. 6 WpPG zu Recht nach oben ausgeschöpft. In anderen Ländern war bereits in der Vergangenheit (unter Geltung der alten Prospekttrichtlinie) die Schwelle für die Prospektfreiheit auf 5 Mio. Euro festgelegt worden.

Eine Schwelle im mittleren bis oberen einstelligen Millionenbereich ist nach allen bestehenden Erfahrungen ökonomisch sachgerecht, da Emittenten bei kleineren Volumina erfahrungsgemäß nicht in der Lage sind, die Kosten zu tragen, die mit einer Prospektemission verbunden sind. Gerade im Hinblick auf § 3 Abs. 2 Nr. 6 WpPG sowie im Hinblick darauf, dass bereits andere Länder eine höhere Schwelle vorgesehen haben als auch um es KMU zu ermöglichen, längerfristige Finanzierungsrunden zu realisieren, sowie im Sinne der gebotenen, möglichst weitgehenden Neutralität des Regelungsrah-



mens gegenüber den verschiedenen Finanzierungsformen sollte die Höhe der prospektfreien Emission in auch im Recht der Vermögensanlagen auf den vorgeschlagenen Betrag angehoben werden.

## II. Keine Änderung des § 2a Abs. 5 VermAnlG

Der Vorschlag, in § 2a Abs. 5 VermAnlG einzufügen, dass Vermögensanlagen nicht zu einem öffentlichen Angebot zugelassen sind, wenn „maßgebliche Interessenverflechtungen zwischen dem jeweiligen Emittenten und dem Unternehmen, das die Internet-Dienstleistungsplattform betreibt, bestehen“, ist aus unserer Sicht abzulehnen. Bereits durch die Einfügung des „maßgeblichen Einflusses“ als Tatbestandsmerkmal dieser Vorschrift ist erhebliche Rechtsunsicherheit entstanden, wann dieser gegeben ist. Auch die Einfügung der Regelbeispiele hat daran nichts geändert, da Regelbeispiele gerade nicht alle Fälle des „maßgeblichen Einflusses“ abdecken und keine feste Definition mit Tatbestandsmerkmalen darstellen. Würde man diese Regelung nunmehr nochmals im vorgeschlagenen Sinne unbestimmter fassen, würde dies aus unserer Sicht zu einer Vergrößerung der Rechtsunsicherheit führen. Denn der Begriff der „maßgeblichen Interessenverflechtung“ ist noch unbestimmter als der Begriff des „maßgeblichen Einflusses“. Die Rechtsunsicherheit ist für Emittenten dabei nur schwer erträglich, da sie durch eine Verletzung dieser Vorschrift Gefahr laufen, den Schutz der Prospektbefreiung zu verlieren und im Nachhinein zivilrechtlich als prospektpflichtig behandelt zu werden.

Zur Vermeidung dieser Verschärfung der schon bestehenden Rechtsunsicherheit sollte daher die vorgeschlagene Änderung des § 2a Abs. 5 VermAnlG nicht vorgenommen werden.

## III. Flexibilisierung der Einzelinvestmentgrenzen

Die weiterhin vorgesehene fixe Obergrenze von 10.000 Euro für Investitionen in Projekte der Schwarmfinanzierung – unabhängig davon, ob Wertpapiere oder Vermögensanlagen emittiert werden – sehen wir weiterhin kritisch. Diese Deckelung ist weder im Interesse der Anleger noch im Interesse der kapitalsuchenden Unternehmen. Wir sprechen uns daher erneut dafür aus, dass die Grenze nicht absolut, sondern relativ gestaltet wird, sodass kapitalstarke und risikotragfähige Investoren auch größere Finanzierungssummen über Plattformen investieren können.

Der Bundesverband Crowdfunding hat sich insoweit bereits mehrfach (etwa im Rahmen der Stellungnahme vom 8. September 2016, dieser Stellungnahme als Anhang beigefügt) dafür ausgesprochen, ähnlich wie in anderen Ländern einkommens- und vermögensabhängige Obergrenzen festzulegen oder aber die geltenden Einzelinvestitionsgrenzen deutlich zu erhöhen.<sup>2</sup> Wir hatten beispielsweise vorgeschlagen, den Einzelinvestitionsbetrag auf 10 Prozent des frei verfügbaren Vermögens zu begrenzen. Diesen Vorschlag hatte im Gesetzgebungsverfahren zum Kleinanlegerschutzgesetz auch der Bundesrat aufgegriffen und empfohlen, zu prüfen, ob nicht eine Flexibilisierung der Schwellenwerte im Sinne einer relativ gefassten Definition vorzugswürdig wäre („*Beschränkung auf ein Zehntel des frei verfügbaren Vermögens des Anlegers*“ / „*Beschränkung ohne betragsmäßige Maximalbegrenzung auf 10.000 Euro auf den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des Anlegers*“). Der Bundesrat hat dies zusätzlich damit begründet, dass „*das Engagement professioneller Investoren gerade auch im Hinblick auf die Vermeidung einer Unterkapitalisierung von Projekten bedeutsam sein*“ könne<sup>3</sup>.

Demgegenüber begrüßen wir die im Evaluierungsbericht vorgesehene Öffnung der nicht schwellegebundenen Investition für Investoren in der Rechtsform der GmbH & Co. KG, bei denen es sich nicht

<sup>2</sup> Vgl. hierzu unsere Ausführungen in der Stellungnahme vom 8. September 2016, dort Ziffer 3.

<sup>3</sup> Vgl. dessen Stellungnahme, BR-Drucks. 638/14 (Beschluss), S. 8 f.

um Publikumsgesellschaften handelt. Wie bereits in früheren Stellungnahmen ausgeführt, erscheint es ökonomisch sachgerecht, diese Öffnung für professionelle, risikotragfähige Investoren vorzusehen, die Unternehmen sind bzw. sich entsprechender Investitionsvehikel bedienen.

#### **IV. Werbung**

Hinsichtlich der Vorgaben zur Werbung ist es aus unserer Sicht nach wie vor wünschenswert, die bestehenden Regelungen im Sinne einer größeren Praxisfestigkeit (gerade im Bereich der Sozialen Medien) zu reformieren. Wir verweisen insoweit auf unsere als Anlage beigefügte frühere Stellungnahme vom 8. September 2016<sup>4</sup>.

#### **V. Widerrufsrechte**

Das Widerrufsrecht nach § 2d VermAnIG ist von großer Rechtsunsicherheit geprägt. 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.

Hinsichtlich des Widerrufsrechts nach § 2d VermAnIG besteht Unklarheit, wie die Belehrung ausgestaltet werden muss.

Die Einführung des § 2d VermAnIG steht in Wertungsinkonsistenz mit jedem bereits bestehenden Widerrufsrecht, da u.a. keine Beschränkung auf Verbraucher vorgesehen ist.

Wir schlagen deswegen weiterhin vor, die Vorschrift des § 2d VermAnIG entweder ganz zu streichen oder das Vorrangverhältnis von § 2d VermAnIG und dem fernabsatzrechtlichen Widerrufsrecht zu klären.<sup>5</sup>

Die Realisierung der vorgenannten Vorschläge würde aus unserer Sicht zu einer spürbaren Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für KMU sowohl für die Unternehmen als auch für die Anleger selbst sowie infolgedessen auch zu einer Verbesserung der Qualität des Kapitalmarktstandortes Deutschland führen.

Für Fragen und weitere Abstimmung stehen wir selbstverständlich gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Tamo Zwinge  
Mitglied des Vorstands

Dr. Tobias Riethmüller  
Justiziar

---

<sup>4</sup> Vgl. dort Ziffer 6.

<sup>5</sup> Vgl. hierzu unsere Ausführungen in der Stellungnahme vom 8. September 2016, dort Ziffer 4.

# 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, praxismgerechten 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 VermAnIG 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,<br>EU-ProspVO                    | Eigene Lizenz als<br>Finanzdienstleistungsinstitut<br>(FDI) nach § 1 Abs. 1a, § 32<br>Abs. 1 KWG<br>(Anlagevermittlung) | Tätigkeit als<br>gebundener<br>Vermittler<br>unter einem<br>Haftungsdach<br>(§ 2 Abs. 10<br>KWG) | WpHG,<br>GwG u.a.             |
| Vermögensanlagen | VermAnIG<br>(Ausnahmen in<br>§§ 2, 2a) | Finanzanlagenvermittler (§ 34f GewO, eröffnet<br>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 Kapitalmarktunion<sup>1</sup> 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

---

<sup>1</sup> 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 ist<sup>2</sup>, 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

---

<sup>2</sup> 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.“<sup>3</sup>

9.2.3.3 Eine solche Regelung verhindert einen europäischen Markt für kleinvolumige Emissionen<sup>4</sup>. Gründe, die für eine solche – an sich wesensfremde – Einschränkung sprechen würden,

---

<sup>3</sup> 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.

---

<sup>4</sup> 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 Unternehmergeellschaft (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 Unternehmergeellschaft (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.

## Stellungnahme

zum zweiten Bericht der Bundesregierung über die  
Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom  
3. Juli 2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in  
§§ 2a bis 2c des Vermögensanlagengesetzes

Berlin, 05.04.2019

## **Vorbemerkung**

Die kreditwirtschaftlichen Verbände Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken und Deutscher Sparkassen- und Giroverband begrüßen die Initiative des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, durch die Bundesregierung erneut die Befreiungsvorschriften für Schwarmfinanzierungen, soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften (§ 2a bis § 2c des Vermögensanlagegesetzes) evaluieren zu lassen. Der nun vorliegende Bericht der Bundesregierung (einschließlich Vorschläge für mögliche Gesetzesänderungen) basiert u.a. auf einer wissenschaftlichen Studie sowie Stellungnahmen betroffener Verbände (u.a. gemeinsame Stellungnahme von BVR, DSGV und VÖB).

### **1. Vorschläge der Bundesregierung für mögliche Gesetzesänderungen**

Zu einzelnen Vorschlägen der Bundesregierung für Änderungen des Vermögensanlagegesetzes haben wir folgende Anmerkungen:

- **Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen und Projekte zur Immobilienfinanzierung**

Die Marktdaten aus der vom Bundesministerium der Finanzen in Auftrag gegebenen Studie zeigen eine andauernd starke Zunahme von über Crowdfunding-Portale eingeworbenem Kapital zur Finanzierung von Immobilienprojekten. Bezogen auf den Beobachtungszeitraum vom 1. August 2011 bis 1. April 2018 betrug der Anteil des Finanzierungsvolumens für Immobilien (220 Mio. EUR) an dem Gesamtvolumen des Crowdfundings (364 Mio. EUR) rund 60 %. Vor diesem Hintergrund teilen wir die Einschätzung der Bundesregierung, dass die erhebliche Nutzung von Crowdfunding-Portalen zur Immobilienfinanzierung über die gesetzgeberische Intention hinausgeht, mit den Erleichterungen für Schwarmfinanzierungen in § 2a VermAnlG die Finanzierung junger Wachstumsunternehmen fördern zu wollen.

Wir sehen wie die Bundesregierung das Risiko, dass mit der Einwerbung von Finanzmitteln für Immobilienprojekte über Crowdfunding-Portale beim Anleger die Vorstellung hervorgerufen wird, gerade aufgrund der Finanzierung einer Immobilie sei dieses Investment besonders sicher, obwohl dem Anleger in der Regel für die Vermögensanlage in einer Krise des Emittenten kein besonderer Schutz geboten wird. Zudem werden die über Crowdfunding vertriebenen Vermögensanlagen im Falle einer Zahlungsunfähigkeit des Emittenten häufig zuletzt und damit oftmals nicht mehr bedient. Ein zusätzlicher Hinweis auf die Risiken im VIB ist aus unserer Sicht nicht ausreichend. Vielmehr halten wir nicht zuletzt mit Blick auf den funktionierenden Markt für Immobilienfinanzierungen in Deutschland eine fortgesetzte Sonderbehandlung von Crowdfunding für Immobilienprojekte nicht für angemessen. Diese Position deckt sich mit der Einschätzung in dem früheren Bericht der Bundesregierung von 2017. Deshalb sollten auch aus Wettbewerbsgründen Immobilienfinanzierungen aus dem Anwendungsbereich des § 2a VermAnlG ausgenommen werden.

Schließlich lehnen wir auch die vorgeschlagene Ausweitung der Befreiungsvorschriften auf Genussrechte ab (siehe Evaluierungsbericht Punkt 5. „Erweiterung des § 2a VermAnlG auf GmbH-Anteile und andere Vermögensanlagen“).

- **Änderung der Schwellenwerte in der Befreiungsvorschrift §§ 2a bis 2c VermAnlG für Schwarmfinanzierungen**

Laut dem Bericht der Bundesregierung scheint für den ganz überwiegenden Teil der über Crowdfunding finanzierten Projekte die bestehende Schwelle von 2,5 Mio. EUR keine Beschränkung für die Tätigkeit von Crowdfunding-Plattformen darzustellen. Auch wird von der ganz überwiegenden Anzahl der Anleger jeweils weniger als 1.000 EUR pro Anlage investiert, so dass auch dieser Schwellenwert von der Bundesregierung als praktikabel angesehen wird. Unter Bezugnahme auf den Vorschlag der EU-Kommission für eine Verordnung über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen vom 8. März 2018, der angesichts der mit Crowdfunding-Investitionen verbundenen Risiken und im Interesse eines wirksamen Investorenschutzes eine Schwelle für den maximalen Wert jedes Crowdfunding-Angebots auf 1 Mio. EUR vorsieht, sprechen wir uns gegen eine Anhebung der Schwellenwerte aus. Deshalb plädieren wir dafür, den Vorschlag der Bundesregierung zur Erhöhung des Schwellenwertes von 2,5 Mio. auf 6 Mio. EUR nicht weiterzuverfolgen.

- **Verflechtung zwischen Emittenten und Plattform**

Wir teilen die Einschätzung der Bundesregierung eines erhöhten Risikos für Anleger im Falle einer engen personellen Verbindung zwischen Emittent und Plattform. Um über die Neuregelung aus 2017 hinaus auch den Fall zu regeln, wenn die Plattform den Emittenten aufgrund persönlicher oder vertraglicher Verbindungen stark beeinflussen oder kontrollieren kann, erscheint die von der Bundesregierung vorgeschlagene Ergänzung in § 2a Absatz 5 VermAnlG sinnvoll.

Kontakt:

Volker Stolberg  
Bundesverband der Deutschen  
Volksbanken und Raiffeisenbanken  
e.V. (BVR)

Schellingstr. 4  
10785 Berlin

Tel.: +49 (0)30 2021-1621  
E-Mail: stolberg@bvr.de

Kontakt:

Michael Engelhard  
Deutscher Sparkassen -und  
Giroverband e.V. (DSGV)

Charlottenstr. 47  
10117 Berlin

Tel.: +49 (0)30 20225-5331  
E-Mail: michael.engelhard@dsgv.de

# Stellungnahme

des Bankenverbandes zur  
Evaluierung des Kleinanlegerschutzgesetzes

27. September 2018

Bundesverband deutscher Banken e. V.  
Burgstraße 28  
10178 Berlin  
Telefon: +49 30 1663-0  
Telefax: +49 30 1663-1399  
[www.bankenverband.de](http://www.bankenverband.de)  
USt.-IdNr. DE201591882



## Vorbemerkungen

Der Bankenverband begrüßt die Initiative des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages und des Bundesministeriums der Finanzen, eine zweite Evaluierung der Vorschriften der §§ 2a bis 2c des Vermögensanlagegesetzes (VermAnlG) durchzuführen. Im Rahmen dieser Stellungnahme werden wir – soweit möglich – die aufgeworfenen Fragen beantworten. Für die Möglichkeit einer Stellungnahme bedanken wir uns.

Grundsätzlich ist es sinnvoll, dass Crowdfunding in dieser Form reguliert ist. Das Gesetz bietet der Finanzmarktaufsicht eine klare Grundlage – auch für präventive Eingriffe.

Die EU-Kommission hat am 8. März 2018 einen Vorschlag für eine EU-Verordnung zu Crowdfunding veröffentlicht. Dieser Vorschlag ist als Teil des FinTech Action Plans Bestandteil der Aktivitäten der Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion. Der Bankenverband hat den Vorschlag der Kommission, ein europaweites Label für Crowdfunding einzuführen, begrüßt. Im Sinne des Gleichlaufs von europäischer und nationaler Regulierung, sollte eine Anpassung der Vorschriften der §§ 2a bis 2c des (VermAnlG) stets mit Blick auf die europäische Regulierung erfolgen.

## Zu den einzelnen Punkten und Fragen

*Im Hinblick auf § 2a VermAnlG (Befreiungen für Schwarmfinanzierungen) ist von besonderem Interesse,*

- *welche Arten von Projekten mittels Schwarmfinanzierungen finanziert wurden und wie hoch der Anteil von Immobilienfinanzierungen daran war,*

Die Projektarten waren nach unserer Erfahrung grundsätzlich sehr vielfältig. Ein Schwerpunkt lässt sich bei der Finanzierung von Immobilienprojekten mittels Crowdfunding feststellen. Bei diesen Immobilienfinanzierungen wurden sämtliche Assetklassen angeboten, wie beispielsweise Wohnen, Microliving, Retail oder Commercial.

- *ob die Vorschrift auf GmbH-Geschäftsanteile und weitere in § 1 Absatz 2 VermAnlG aufgeführte Vermögensanlagen ausgedehnt werden sollte,*

Wir halten eine Ausweitung der Befreiung auf weitere Vermögensanlagen halten wir grundsätzlich für sinnvoll.

- *ob die vorgegebenen Einzelanlageschwellen sachgerecht sind,*

Aus Anlegersicht handelt es sich bei Crowdfunding um eine riskante Anlageform, bei der ein Verlust des eingesetzten Kapitals drohen kann. Elementar aus unserer Sicht ist daher eine entsprechende Risikoaufklärung der Anleger.

Die Einzelanlageschwellen und Gesamtfundingschwellen sind auch im Rahmen der EU-Crowdfunding-Verordnung in der Diskussion. Im Sinne eines Gleichlaufs von europäischer und nationaler Regulierung sollten die Anlageschwellen vergleichbar sein.

Eine Erhöhung der Einzelanlageschwellen halten wir aus aktueller Sicht für nicht zwingend erforderlich.

Der Deutsche Bundestag hat am 28. Juni 2018 die Umsetzung der EU-Wertpapierprospektverordnung beschlossen. Es wurde dabei beschlossen, den Schwellenwert für die Erstellung eines Wertpapierprospektes auf 8 Mio. Euro festzulegen. Dieser Schwellenwert kann von den Emittenten einmal pro Jahr genutzt werden, um prospektfrei Wertpapiere zu emittieren. Es wäre daher bei der Regulierung von Crowdfunding in Betracht zu ziehen, auch mit Blick auf die EU-Crowdfunding-Verordnung, die Gesamtfundingschwelle von derzeit 2,5 Mio. Euro auf 8,0 Mio. Euro zu erhöhen.

- *ob das für die Anwendung der vermögens- und einkommensabhängigen Einzelanlageschwellen maßgebliche Selbstauskunftsverfahren praktikabel und wirksam ist,*

Das Selbstauskunftsverfahren der Anleger auf den Plattformen scheint grundsätzlich nutzerfreundlich zu sein. Der Umfang ist angemessen. Erfahrungen zeigen jedoch auch, dass lückenlose, verständliche und transparente Risikohinweise sich teilweise sinnvoller erweisen als eine optionale Selbstauskunft.

- *ob die Angaben in den Vermögensanlagen-Informationsblättern als Informationsquelle für Anleger ihrem Inhalt und Umfang nach angemessen sind oder gegebenenfalls weitere/andere Informationen aufgenommen werden sollten,*

Grundlegend und zentral bei der Regulierung der Schwarmfinanzierung ist die erforderliche Information der Anleger über Funktionsweise und Risiken. Daher ist es sinnvoll und notwendig, an den VIB festzuhalten. Die darin enthaltenen Informationen scheinen aus heutiger Sicht sinnvoll und angemessen.

Wichtig ist, dass in der konkreten Praxis bei Unklarheiten und Nachbesserungsbedarf eine transparente und rechtzeitige Kommunikation der Aufsicht mit den Plattformen und Emittenten stattfindet. Um ein einheitliches Anlegerschutzniveau über alle Anlageformen hinweg sicherzustellen, sollten die regulatorischen Anforderungen und deren Überwachung einheitlich ausgestaltet sein. Nur eine gemeinsame Beaufsichtigung aller auf dem deutschen Finanzmarkt tätigen Anbieter durch die BaFin kann eine umfassende Einhaltung der Anlegerschutzvorschriften sicherstellen.

- *ob die Regulierungsanforderungen an die Internet-Dienstleistungsplattformen, über die Schwarmfinanzierungen vertrieben werden, angemessen sind und wie der Vertrieb bei Einhaltung der Anforderungen an die Finanzanlagenvermittlung und -beratung in der Praxis erfolgt,*

Die regulatorischen Anforderungen sind aus unserer Sicht angemessen.

- *ob die Regelung zur Verhinderung von maßgeblichem Einfluss des Emittenten auf die Internet-Dienstleistungsplattform Interessenkonflikte zwischen der Internet-Dienstleistungsplattform und den Anlegern zuverlässig verhindert.*

Eine Berücksichtigung der derzeit in dem Entwurf zur EU-Crowdfunding-Verordnung vorgesehenen Regelungen im Rahmen der erneuten Evaluierung der Bundesregierung wäre im Sinne eines Gleichlaufs von europäischer und nationaler Regelung zu begrüßen.

*Zu § 2b VermAnIG (Befreiungen für soziale Projekte) und zu § 2c VermAnIG (Befreiungen für gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften) ist von besonderem Interesse, ob die dort genannten Definitionen und Begrenzungen sachgerecht sind, um zum einen eine Weiterentwicklung der dort genannten Projekte zu ermöglichen und zum anderen einen angemessenen Anlegerschutz zu gewährleisten. Das heißt, insbesondere ob damit eine Umgehung der Vorgaben des VermAnIG durch kommerzielle Anbieter verhindert werden kann.*

*Ferner ist von besonderem Interesse, ob und in welchem Umfang vom Widerrufsrecht nach § 2d VermAnIG Gebrauch gemacht wurde.*

Erfahrungen zeigen, dass nur ein sehr geringer Prozentsatz von dem Widerrufsrecht Gebrauch macht. Die Anleger erhalten von den befragten Plattformen vorab ausreichend Informationen.

**Stellungnahme der DSW e.V.  
zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur weiteren Ausführung der  
EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen  
sowie  
zum 2. Bericht der Bundesregierung über die Evaluierung der durch das  
Kleinanlegerschutzgesetz eingeführten Befreiungsvorschriften des  
Vermögensanlagengesetzes**

## **Stellungnahme**

der **Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW)**

zum

**Regierungsentwurf eines Gesetzes zur weiteren Ausführung  
der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von  
Finanzmarktgesetzen**

sowie zum

**zweiten Bericht der Bundesregierung über die Evaluierung der  
durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 03. Juli 2015  
eingeführten Befragungsvorschriften in §§ 2a bis 2c des  
Vermögensanlagengesetzes**

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) nimmt sehr gerne die gebotene Gelegenheit wahr, zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen (BT-Drucksache 19/8005) Stellung zu beziehen.

Zugleich möchten wir in unserer Stellungnahme unsere Wertung der Erkenntnisse und Vorschläge aus dem zweiten Bericht der Bundesregierung über die Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 03. Juli 2015 eingeführten Befragungsvorschriften in §§ 2a bis 2c des Vermögensanlagengesetzes übermitteln, da diese gemäß Mitteilung vom 02. April 2019 ebenfalls Gegenstand der Anhörung des Finanzausschusses am 08. April 2019 sein sollen.

Insgesamt begrüßt die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) die in dem Regierungsentwurf vorgeschlagenen Änderungen. Insofern ergeben sich hier nur wenige, ausgesuchte Anmerkungen.

Im Folgenden werden wir in einem ersten Teil zunächst in Bezug auf den Gesetzesentwurf unsere Anmerkungen vorbringen. Im Anschluss daran möchten wir auf verschiedene Aspekte eingehen, die sich aus der Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingeführten Befreiungsvorschriften ergeben.

## **I. Anmerkungen zum Gesetzesentwurf**

### **1. Anhebung des Schwellenwertes**

Eine Anhebung des Schwellenwertes für eine prospektfreie Emission auf ebenfalls 8 Millionen Euro bei Kreditinstituten und bei Anlagen, die bereits an einem regulierten Markt gehandelt werden können, werten wir zunächst als nicht kritisch.

Allerdings darf man nicht verkennen, dass bei den Produkten und Anlagen, für die bisher bereits die Schwelle von 8 Millionen Euro galt, anstelle des Prospektes ein Vermögensinformationsblatt über die Anlage und deren Risiken informiert. Hier wurde also ein Ausgleich geschaffen, so dass ein ausreichendes Anlegerschutzniveau vorhanden ist, welches dann eben nicht in der Veröffentlichung eines Prospektes, aber zumindest in der Bereitstellung eines Informationsblattes begründet ist.

Wenn man nun für von Kreditinstituten emittierten und sonstige bereits an einem regulierten Markt befindliche Vermögensanlagen den Schwellenwert ebenfalls auf 8 Millionen Euro hochsetzt, so ist zu bedenken, dass hier u.U. keine Pflicht zur Veröffentlichung bzw. Bereitstellung eines Informationsblattes besteht.

Gleicht man die Schwellenwerte an, besteht aus unserer Perspektive kein Grund dafür, einzelne Vermögensanlagen privilegiert zu behandeln und auf ein Vermögensanlageninformationsblatt zu verzichten.

Insofern möchten wir ausdrücklich empfehlen, auf eine Privilegierung bzw. Unterscheidung zu verzichten und für alle Vermögensanlagen, egal durch wen sie emittiert werden oder ob sie bereits an einem regulierten Markt gehandelt werden, mit einem Vermögensanlageninformationsblatt zu versehen, da ansonsten Anlegern keinerlei oder aber zumindest weniger Informationen im Zusammenhang mit der Emission zur Verfügung stehen würden.

### **2. Anpassungen bei Bezugsrechtsemissionen**

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) begrüßt die Anpassung der einzelnen Anlageschwellen in Bezug auf Bezugsrechtsemissionen, da das Anlegerschutzniveau durch verschiedene andere Maßnahmen, wie z. B. das Wertpapierinformationsblatt oder aber auch durch die Auskunftsrechte gegenüber der Gesellschaft und weitere Publizitätspflichten, gewahrt ist.

### **3. § 19 WpPG - Sprachregelung**

Bereits in der ersten Anhörung des Finanzausschusses zur Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie im Jahre 2018 wurde die Sprachregelung gemäß § 19 WpPG diskutiert. Wir möchten erneut darauf hinweisen, dass die Sprachregelung gemäß § 19 Abs. 1 WpPG heute dazu führt, dass ein Emittent durch sein individuelles Vertriebskonzept darüber entscheiden kann, ob ein Prospekt in deutscher Sprache verfasst werden muss oder ob dies auch (allein) in einer anderen Sprache möglich ist.

Es ist ernsthaft zu hinterfragen, ob es nicht gerade für Privatanleger und nicht qualifizierte Anleger schlichtweg unmöglich ist, einen Prospekt in englischer Sprache nachzuvollziehen und ob es ihm im Streitfall zumutbar ist, einen Prospekt extra übersetzen zu lassen, wenn der Prospekt eben nicht auch mindestens in deutscher Sprache verfasst sein muss.

Dass allein der Emittent durch sein Vertriebskonzept darüber entscheidet, ob ein Prospekt in deutscher Sprache erstellt wird oder nicht, ist aus Anlegergesichtspunkten nicht nachvollziehbar. Eine übersetzte Zusammenfassung in deutscher Sprache ist unserer Ansicht nach nicht ausreichend und reduziert die Waffengleichheit zwischen Emittenten und Anlegern erheblich, insbesondere wenn es zu einem Prospekthaftungsfall kommt.

### **4. Klassifizierung von Risiken im Prospekt**

Unabhängig von der Form und insbesondere auch der Sprache des zu erstellenden Prospektes begegnen den Anleger und begegnen auch der DSW immer wieder Herausforderungen beim Lesen von Prospekten, die aber durchaus regulatorisch zu lösen sind.

Dabei geht es um eine Klassifizierung und Wertung der in den Prospekten aufgeführten Risiken. So werden aus Enthafungsgründen in den Prospekten auf unendlichen Seiten die Risiken dargestellt, um später im Rahmen eines Prospekthaftungsverfahrens für alle Eventualitäten auf Seiten der Emittenten „gerüstet“ zu sein. Dem Anleger ist es oftmals aber nicht möglich oder wird es unmöglich gemacht, die Risiken wirklich nach ihrer Wesentlichkeit und auch eventuell existenzbedrohenden Wirkung einzuordnen.

Heute stehen die Risiken unsortiert hintereinander aufgeführt in den Prospekten. Für die Interessenten und Anleger ist nicht erkennbar, mit welcher Wahrscheinlichkeit und welcher Intensität die Risiken

das Geschäftsmodell beeinträchtigen bzw. sogar im Kern gefährden, sollten sie eintreten.

Ein sehr anschauliches Beispiel bietet dafür der Vermögensanlagenverkaufsprospekt für das öffentliche Angebot von GmbH-Geschäftsanteilen der Companisto Holding GmbH. Dabei handelt es sich um eine Schwarmfinanzierungsplattform, die ganz aktuell neue Finanzmittel einwirbt.

In diesem Prospekt werden ab Seite 31 bis Seite 43 verschiedenste Risiken dargestellt. Dem Anleger ist es aber schlichtweg nicht möglich, die Wesentlichkeit der Risiken wirklich zu greifen und einzuordnen. So wird z. B. auf Seite 37 des Vermögensanlagenverkaufsprospektes darauf hingewiesen, dass ein Risiko einer behördlichen Untersagung des Vertriebs der Vermögensanlage an Privatkunden besteht. Es wird in dem entsprechenden Abschnitt darauf hingewiesen, dass ein Verwaltungsverfahren der BaFin bereits eingeleitet wurde und in diesem Verfahren geprüft wird, dass der Vertrieb der Vermögensanlage auf professionelle Kunden eingeschränkt werden könnte.

Der entsprechende Risikohinweis sieht wie folgt aus, ist aber an Nummer 10 von insgesamt 30 dargestellten Risiken eingefügt:

**Risiko einer behördlichen Untersagung des Vertriebs der Vermögensanlage an Privatkunden**

Bezogen auf die geplante Emission der Vermögensanlage hat das Referat VBS7 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) ein Verwaltungsverfahren eingeleitet. In diesem Verfahren wird geprüft, ob der Emittentin im Wege der sogenannten Produktintervention aufgegeben werden soll, den Vertrieb der Vermögensanlage auf professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien im Sinne des § 67 Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) einzuschränken. Würde ein entsprechendes Verbot ausgesprochen, so hätte dies zur Folge, dass der Vertrieb der Vermögensanlage sich aus Sicht der Emittentin deutlich schwieriger gestalten würde als erwartet. Die Emittentin würde in diesem Fall vor das Erfordernis gestellt, kurzfristig alternative Wege zur Einwerbung des benötigten Wachstumskapitals zu finden. Dies könnte zur Folge haben, dass die Emittentin in geringerem Maße ihre Geschäftstätigkeit fortentwickeln und geringere bzw. keine Ergebnisse erwirtschaften könnte. Der Eintritt dieses Risikos könnte sich negativ auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittentin auswirken. Er könnte dazu führen, dass keine oder geringe Ausschüttungen an die Anleger geleistet werden können und/oder eine Steigerung des Unternehmenswerts der Emittentin ausbleibt. Infolgedessen könnten Anleger nicht in der Lage sein, eine Rendite aus der Vermögensanlage zu erzielen. Die Vermögensanlage könnte darüber hinaus für Anleger mit Verlusten verbunden sein bis hin zu einem Totalverlust des Anlagebetrages.

Für den nicht geschulten Leser ist eine Darstellung eines solchen wesentlichen Risikos erst auf Seite 6 des Risikoteils des Verkaufsprospektes nicht zumutbar und zeigt an einem existierenden, aktuellen Beispiel, wie notwendig es ist, die Risiken zu kategorisieren und auf ihre Wesentlichkeit und ihren Einfluss auf das Geschäftsmodell darzustellen. Die EU-Prospektverordnung gibt



hier bereits einen kleinen Anhaltspunkt, dass es möglich ist, die Risiken nach ihren Auswirkungen einzuordnen.

Der deutsche Gesetzgeber sollte dringend überlegen, ob dies nicht in die nationale Gesetzgebung übertragen und aufgenommen wird, um eine übersichtlichere Darstellung der Risiken zur Erhöhung des Anlegerschutzes zu ermöglichen.

## **II. Anmerkungen zum zweiten Bericht der Bundesregierung über die Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingeführten Befreiungsvorschriften**

### **1. Erhöhung der Einzelanlageschwelle**

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) sieht die derzeit in dem Gesetz vorgesehene Einzelanlageschwelle für Privatanleger als vollkommen ausreichend und auch am notwendigen Anlegerschutzniveau ausgerichtet an.

Dass die Vertreter der Crowdfunding-Branche hier andere Vorstellungen und Wünsche haben, ist sicherlich zunächst nachvollziehbar. Allerdings darf hier nicht verkannt und unterschätzt werden, dass es sich beim Crowdfunding gerade um die Ansprache einer sehr großen Anzahl an Teilnehmern und Anlegern handelt und die Idee des Crowfundings gerade darin besteht, durch die Ansprache einer breiten Masse und gleichzeitig das Einbringen von kleineren Beträgen Projekte zu finanzieren und damit zu ermöglichen. Werden nun größere oder ggf. sogar sehr große Beiträge von einzelnen Mitgliedern der Crowd eingebracht, so stellt sich bereits die Frage, ob dafür nicht andere Wege und Organisationsformen die richtigen sind, bei denen auch ein entsprechender Anlegerschutz bereits regulatorisch gelöst und gewährleistet ist.

Auch die Crowdfunding-Branche selbst sollte in Abgrenzung zu anderen Finanzierungsmodellen unseres Erachtens sehr großen Wert darauf legen, dass die zu investierenden Beträge – sofern der Anlegerschutz eben nicht im ausreichenden Maß wie sonst gewährleistet ist – ein möglichst niedrigeres Niveau beibehalten. Ansonsten befürchten wir sehr stark, dass die Idee der Schwarmfinanzierung von weniger seriösen Adressen und Initiatoren missbraucht wird, was der doch positiven Idee des Crowfundings deutlich entgegensteht und auch Schaden wird.

Die Möglichkeit, bei einer Selbstauskunft den maximalen Anlagebetrag auf 10.000 Euro zu erhöhen, ist unserer Ansicht nach



ein geeignetes Mittel, um ausreichend Warnfunktion zu erfüllen und zugleich die Idee des Crowdfundings weiter aufrechtzuerhalten und zu fördern.

Sofern einzelne Personen mehr Geld investieren möchten oder aber ein Projekt größere Beträge von einzelnen Personen einsammeln möchte, wäre insofern vielleicht eine andere Form als das Crowdfunding zu bevorzugen.

## **2. Ausweitung auf Genussrechte**

Die Erfahrungen von Anlegern und leider auch unsere Erkenntnisse im Zusammenhang mit der Anlage in Genussrechte sind ausgesprochen negativ.

Fälle wie Prokon oder auch German Pellets haben gezeigt, dass bereits der Name „Genussrecht“ im Vertrieb missbraucht und eine Sicherheit suggeriert wird, die schlichtweg nicht existiert. Unseres Erachtens bedarf es eigentlich einer grundsätzlichen Namensänderung dieser Anlageform, um die Anleger nicht zu sehr in die Irre zu führen.

Unabhängig von dieser Feststellung sehen wir aber auch beim Crowdfunding das Instrument eines Genussrechts als wenig förderungsfähig an.

Wer den Anlegern Rechte einräumt, der sollte ihnen auch ein Mitspracherecht zur Verfügung stellen, was gerade ein Genussrecht nicht beinhaltet.

Ausdrücklich möchten wir nochmals darauf hinweisen, dass es hier um eine prospektfreie Emission von Genussrechten gehen würde, die wir erst recht negativ bewerten.

## **3. Ausweitung auf GmbH & Co. KG**

Eine Ausweitung einer Priviligierung auf die Gesellschaftsform einer GmbH & Co. KG lehnen wir ab.

Die Begründung der Bundesregierung in dem Evaluierungsbericht können wir in Gänze nachvollziehen.

Die (gewollte) Entfernung der Investoren von der Führung und Kontrolle der Gesellschaft und von Entscheidungen ist in einer GmbH & Co. KG besonders stark ausgeprägt. Eine Einflussnahme ist für die Kommanditisten nicht möglich und das Anlegerschutzniveau konvergiert gegen Null.

#### **4. Verflechtung zwischen Emittenten und Plattform**

Wir stimmen mit der BaFin uneingeschränkt überein, dass ein öffentliches Angebot auch dann zu untersagen ist, wenn die betreibende Plattform den Emittenten aufgrund (persönlicher) Verbindungen beeinflussen kann. Bisher galt das selbstverständlich in umgekehrter Folge, wenn der Emittent die Plattform maßgeblich für seine Zwecke beeinflusst und nutzt. Uns erschließt sich kein Grund, warum hier nicht in beide Richtungen gedacht werden muss, denn jeder Interessenskonflikt, sei es auf Seiten der Plattform oder aber auf Seiten des Emittenten, in Bezug auf das Zusammenspiel dieser beiden Adressen ist zu vermeiden und durch eine Untersagung zu lösen.

#### **5. Berechnungsgrundlage der Befreiung gemäß § 2a Abs. 1 VermAnlG**

Es wird darüber nachgedacht und vorgeschlagen, dass zukünftig für die Berechnung des Schwellenwertes, der für die Befreiung nach § 2a Abs. 1 VermAnlG gelten soll, allein die Vermögensanlagen eines Emittenten maßgeblich sein sollen, die innerhalb von zwölf Monaten tatsächlich vertrieben bzw. verkauft wurden. Bisher galt hier als Berechnungsgrundlage das Volumen der angebotenen (wenn auch nicht unbedingt verkauften) Vermögensanlagen.

Einen solchen Vorschlag werten wir ambivalent.

Wir erkennen sicherlich, dass auch das Anbieten von Vermögensanlagen durch denselben Emittenten innerhalb eines Jahres das Volumen von 2,5 Mio. Euro übersteigen kann.

Unter Anlageschutzgesichtspunkten ist jedoch für die Anleger und für das Publikum von Interesse und auch für die Anlageentscheidung von Relevanz, in welchem Umfang bisher in den letzten zwölf Monaten Geld eingeworben wurde.

Insofern würde die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) nicht grundsätzlich dafür plädieren, dass an der bisherigen Regelung festgehalten wird. Die Öffentlichkeit sollte jedoch definitiv erfahren, in welchem Umfang bisher innerhalb der letzten zwölf Monate Geld eingeworben wurde und - unter Angabe der Volumina - einzuwerben geplant war. Konkret würde der Anleger dann erfahren, dass die Emittentin

bereits versucht hatte, ein Volumen von XY Euro einzuwerben, was aber nur zu einem Teil oder eben auch in Gänze gelungen ist.

Insofern könnte das tatsächlich eingeworbene Kapital als Bemessungsgrundlage für den Schwellenwert herangezogen werden.

Dies aber unserer Ansicht nach nur dann, wenn ein Informationsausgleich geschaffen wird, der dem Publikum unmissverständlich verdeutlicht, dass bzw. ob bereits im Vorfeld Anwerbungsversuche (unter Angabe der Volumina) ganz, teilweise oder eben gar nicht erfolgreich waren.

## **6. Erhöhung des Schwellenwertes für die Befreiung von der Prospektpflicht auf 6 Mio. Euro**

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) steht einer Erhöhung des Schwellenwertes für die Befreiung der von der Prospektpflicht im Bereich der Schwarmfinanzierung von 2,5 auf 6 oder auch 8 Mio. Euro sehr kritisch gegenüber.

Zunächst zeigen die Daten in dem Evaluierungsbericht, dass sich die Emissionen meist deutlich unter der jetzt geltenden Marke von 2,5 Mio. Euro bewegen. Nur wenige Emissionen reichen an den jetzigen Schwellenwert heran. Dies allein darauf zurückzuführen, dass es eben den Schwellenwert gemäß § 2a bis 2c in der heutigen Form gibt, ist zu kurz gesprungen. Auch hier möchten wir nochmals auf die Idee des Crowdfundings verweisen und gerade das Ansprechen einer sehr breiten Öffentlichkeit – gerade auch über die sozialen Medien – unterstreichen.

Die Kontrollmechanismen für Anleger von Schwarmfinanzierungen zeigen sich unserer Ansicht nach höchst reduziert. Zudem ist zu bedenken: Investoren, die im Rahmen einer Schwarmfinanzierung Geld zur Verfügung stellen, werden sogar sehr bewusst auf eine Kontrolle verzichten (wollen). Gerade deshalb ist es geboten, dass die maximalen Volumina, bei denen kein Prospekt erstellt werden muss, bei der Schwarmfinanzierung niedriger gehalten werden, als bei anderen Anlageformen. Dabei denken wir sehr stark von der Anleger- und Investorenseite und weniger in Bezug auf die konkrete Form, in der die Schwarmfinanzierung organisiert ist.

Daher möchten wir auch an dieser Stelle unterstreichen, dass wir die Idee der Schwarmfinanzierung positiv werten und auch zum Schutz der gesamten Branche und selbstverständlich auch der betroffenen Anleger davor warnen, die Türen hier zu weit aufzustoßen, um nicht betrügerische und fehlorientierte Adressen anzuziehen.

## **7. Verkürzung des Warnhinweises in sozialen Medien**

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) warnt davor, ein unterschiedliches Schutzniveau danach auszurichten, auf welchen Kanälen eine Anlage beworben wird.

Wenn nun ein kürzerer Warnhinweis in den sozialen Medien gefordert wird, ist dies für uns nicht nachvollziehbar, da hier eher ein längerer als ein kürzerer Warnhinweis angezeigt wäre.

Gerade in den Sozialen Medien ist besondere Vorsicht bei der Bewerbung für Produkte und Finanzanlagen geboten, da vor allem auch über den nicht vorhandenen Medienbruch auf andere Webseiten und Informationen verlinkt werden kann, was bereits eine Beeinflussung und Steuerung der Wahrnehmung deutlich ermöglicht. Ein kürzerer Warnhinweis ist daher eher als schädlich zu werten.

Düsseldorf, den 03. April 2019

Marc Tüngler

iff • Grindelallee 100 • 20146 Hamburg

An die Vorsitzende  
Frau Bettina Stark-Watzinger, MdB  
Finanzausschuss des Deutschen Bundestages  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

Hamburg, 03.04.2019

## Stellungnahme

*Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen“ (BT-Drucksache 19/8005)*

*Von Dr. Dirk Ulbricht<sup>1</sup>*

Zusammenfassung: Der Anlegerschutz sollte bei Crowdfunding eher weiter ausgebaut als zurückgefahren werden. Es ist aufgrund des Risikos mit Blick auf den Verbraucherschutz nicht nachvollziehbar, warum die Schwelle für die Prospektpflicht für kleinere Projekte angehoben, die Obergrenze für die Investition eines privaten Anlegers über ein Crowdfunding-Portal pro Emittent bei 10.000 Euro angehoben oder das Angebot auf GmbH Anteile ausgeweitet werden sollte.

Crowdfunding ist riskant, konzentriert sich auf die ohnehin überhitzte Immobilienbranche anstatt neue Unternehmensideen zu finanzieren, und beinhaltet in der Regel erhebliche Nachteile für Verbraucher. Diejenigen Verbraucher, für die vernünftigerweise eine Anlage in ein solches Produkt noch denkbar wäre haben bessere Alternativen. Diejenigen, die sich aufgrund der vermeintlich sicheren Anlage in Beton angesprochen fühlen, sollten sich lieber an weniger riskante, langfristige Alternative wie breit gestreute ETFs halten.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Dr. Dirk Ulbricht ist Direktor und Senior Researcher am Institut für Finanzdienstleistungen e.V. (iff). Er beschäftigt sich mit Finanzdienstleistung und hat dabei einen Fokus auf finanziell verwundbare Verbraucher. Er ist Projektleiter des jährlich erscheinenden Überschuldungsreports, der die Lage überschuldeter Menschen in Deutschland wissenschaftlich analysiert. Er ist Mitglied des Financial Innovation Standing Committee – CWG der ESMA und der Insurance & Reinsurance Stakeholder Group – IRSG der EIOPA. Dirk Ulbricht hat am ifo Institut für Wirtschaftsforschung und der Ludwigs-Maximilians-Universität in München promoviert und am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung unter anderem zur Konjunkturanalyse, Immobilienmärkten und privater Altersvorsorge geforscht. Er hat bei der Allianz als Führungskraft im Innen- und Außendienst gearbeitet. E-Mail: [dirk.ulbricht@iff-hamburg.de](mailto:dirk.ulbricht@iff-hamburg.de).

<sup>2</sup> Ein Exchange Traded Fund (ETF) ist eine passiv gemanagtes Investitionsportfolio dessen Zusammensetzung sich an bestehenden Indizes orientiert und, insofern ein breit aufgestellter Referenzindex gewählt wird, eine kostengünstige Anlage mit einem guten Chance-Risiko-Verhältnis bietet.

## **A. Crowdfunding – Immobilienanlage für jedermann?**

Am Ende einer konjunkturellen Aufschwungsphase werden auch Verbraucher unvorsichtig. In dem Glauben, dass die einmal eingeschlagenen Trends sich endlos fortsetzen, lassen sie die Risiken außer Acht. Der Immobilienmarkt boomt, nicht zuletzt mangels alternativer risikoarmer Anlagen wird versucht, in vermeintlich sichere Immobilien zu investieren. Wo das nicht über ein Eigenheim möglich ist, besteht nun neben Fonds auch die Möglichkeit sich mit Crowdfunding auf moderne Art an Immobilienprojekten zu beteiligen. Da dies über online Plattformen fast direkt mit dem Fundraiser stattfindet, beteiligt man sich so nun auch richtig an den möglichen Gewinnen.

## **B. Anleger wiegen sich in falscher Sicherheit**

Das stimmt nicht. In der Regel dürften dort die Teile von Immobilienprojekten verkauft werden, die von professionellen Anbietern aufgrund ihrer Risiken nicht übernommen werden. Dort kommen eben nicht die Filetstücke ins Angebot. Dass Vorsicht geboten ist, sieht man auch vereinzelt schon an gescheiterten Projekten. Bisher sind bereits – trotz überaus günstigem Marktumfeld im Immobiliensektor – 10 Prozent der Projekte ausgefallen.

## **C. Die rechtlichen Nachteile sind vielen Anlegern nicht klar**

Was viele Anleger nicht wissen – die Anlage hat mit einer Immobilie direkt wenig zu tun – sie werden Anteilseigner bei der Finanzierung und das, ohne wesentliche Mitspracherechte zu haben. Bei der Immobilienfinanzierung handelt es sich meist um Nachrangdarlehen, die bei einer Insolvenz gegenüber anderen Krediten zurückstehen.<sup>3</sup> Bei einer Pleite gehen die Anleger in der Regel leer aus.

## **D. Für diejenigen, für die Crowdfunding tatsächlich in Frage kommt, gibt es bessere Alternativen**

Wie muss ein Anleger vernünftigerweise beschaffen sein? Es kommen nur Personen in Frage, die auch einen Totalausfall bzw. Nachschuss verkraften können. D.h., entweder bereits Menschen mit verhältnismäßig hohem Einkommen oder Vermögen. Gerade diese Personen haben aber auch die Möglichkeit, besser Anlageformen zu finden.

## **E. Die Übrigen sollten ihre knappen finanziellen Ressourcen besser Nutzen – sonst zahlt am Ende der Staat.**

Die Übrigen sollten ihre knappen finanziellen Ressourcen dafür verwenden, ihre Risiken wie Berufsunfähigkeit abzusichern bzw. ihre Altersvorsorge zu bedienen. Investieren sie hingegen in Crowdfunding, tragen langfristig die öffentlichen Haushalte die Folgen der mangelhaften finanziellen Grundvorsorge. Zu diesem Zweck sind nämlich Crowdfundingangebote sicher nicht geeignet.

---

<sup>3</sup> <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2017/05/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-4-Evaluierung-Befreiungsvorschriften-Vermögensanlagengesetz.html>.

## **F. Neue unternehmerische Ideen werden kaum gefördert**

Da Immobilieninvestments den Großteil der Crowdfunding Möglichkeiten ausmachen, ist auch nicht von einem zusätzlichen direkten Schub für die Wirtschaft auszugehen. D.h., eine Investitionssteigerung in Zukunftsbereiche dürfte eher die Ausnahme bleiben.



# MATTIL & KOLLEGEN

Fachanwälte für Bank- und Kapitalmarktrecht

MATTIL & KOLLEGEN | Thierschplatz 3 | 80538 München

7171/18 - MA - em / dl/d65100

Deutscher Bundestag  
 Finanzausschuss  
 Platz der Republik 1  
 10557 Berlin

München, 02.04.2019

Unser Zeichen: 7171/18MA / em  
 beA-Zustellung an: RA Peter Mattil

## Drucksache 19/8005

### Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanz- marktgesetzen

Sehr geehrte Frau Vorsitzende Stark-Watzinger,  
 sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns für die Gelegenheit, zu dem Gesetzentwurf  
 Stellung nehmen zu dürfen.

Die Kanzlei MATTIL ist seit mehr als 20 Jahren im Bank- und  
 Kapitalmarktrecht tätig und vertritt Anleger in dem breiten  
 Spektrum des Kapitalmarktes, insbesondere bei gescheiterten  
 Anlagen in Wertpapieren, Investmentfonds, Vermögensanlagen  
 und Versicherungen.

### Zur Sprachenregelung

Art. 27 der EU-Prospektverordnung 2017/1129 erlaubt den Emit-  
 tenten, den Prospekt in einer „internationalen Finanzsprache“ zu  
 erstellen. Wir nehmen Bezug auf unsere Stellungnahme vom  
 11.06.2018 zu der EU-Prospektverordnung, in der wir bereits da-  
 rauf hingewiesen haben, dass diese internationale Finanzsprache

Kooperationskanzleien in:

BERLIN | BRÜSSEL | LONDON | LUXEMBURG | MAILAND | MONTANA | NEW YORK | PARIS | WIEN | ST. GALLEN

Stadtparkasse München | IBAN: DE90 7015 0000 0901 2400 02 | BIC: SSKMDEMMXXX | Ust-ID Nr.: DE 236918723  
 Aderkonto: Stadtparkasse München | IBAN: DE59 7015 0000 0000 3037 84 | BIC: SSKMDEMMXXX

**PETER MATTIL**  
 Rechtsanwalt | Fachanwalt  
 für Bank- und Kapitalmarktrecht

**KATJA FOHRER\***  
 Rechtsanwältin | Fachanwältin  
 für Bank- und Kapitalmarktrecht

**SUSANNE KUNZFELD\***  
 Rechtsanwältin | Fachanwältin  
 für Bank- und Kapitalmarktrecht  
 Wirtschaftsmediatorin IHK

**SYLVIA SONNWEBER\***  
 Rechtsanwältin | Fachanwältin  
 für Bank- und Kapitalmarktrecht

**RALPH VEIL\***  
 Rechtsanwalt | Fachanwalt  
 für Bank- und Kapitalmarktrecht

**JOACHIM KLEEFELD\***  
 Rechtsanwalt | Fachanwalt  
 für Bank- und Kapitalmarktrecht

**ROHAN FONSEKA\***  
 Rechtsanwalt | Fachanwalt  
 für Bank- und Kapitalmarktrecht

**MAGDALENA NICOLA\***  
 Rechtsanwältin | Fachanwältin  
 für Bank- und Kapitalmarktrecht

**EVA-MARIA UEBERRÜCK\***  
 Rechtsanwältin | Fachanwältin  
 für Bank- und Kapitalmarktrecht

**JENNIFER FUGMANN\***  
 Rechtsanwältin

**ALEXANDRA HEHL\***  
 Rechtsanwältin

**MARCO ELLWEIN\***  
 Rechtsanwalt

\*angestellte(r)  
 Rechtsanwalt / Rechtsanwältin

Thierschplatz 3  
 80538 München

Zentrale  
 Telefon (0 89) 24 29 38 - 0  
 Telefax (0 89) 24 29 38 - 25  
 www.mattil.de

**Sekretariat:**  
 Margret Engelhardt  
 Direkt-Tel (0 89) 24 29 38 - 0  
 Direkt-Fax (0 89) 24 29 38 - 25  
 e-mail: mattil@mattil.de



nicht zwingend Englisch ist. Wir haben als Beispiel einen Prospektauszug vorgelegt, der von einem Luxemburger Emittenten stammt, für Kleinanleger in Deutschland und Österreich verwendet wird und teilweise auch in Französisch verfasst ist. Der Gesetzentwurf sieht nun insoweit vor, dass die englische Sprache im Fall des Art. 27 (1) und (3) der Verordnung anerkannt wird. Nicht erwähnt ist Art. 27 (2) der Verordnung, der den Fall regelt, dass Wertpapiere in einem oder mehreren anderen Mitgliedsstaaten als dem Herkunftsmitgliedstaat öffentlich angeboten werden. Uns liegt beispielsweise ein Prospekt aus Luxemburg vor, der nur in Deutschland und Österreich verwendet wird.

Die Sprachenregelung ist schärfstens zu kritisieren. Nach Erwägungsgrund 67 der EU-Verordnung sei es grenzüberschreitenden Angeboten abträglich, wenn der Emittent den gesamten Prospekt in die Amtssprachen übersetzen lassen muss. Art. 7 Nr. 5 d weist, fast schon zynisch, darauf hin, dass der Anleger im Falle eines Rechtsstreites den Prospekt auf seine Kosten übersetzen lassen muss. Wir möchten dazu unsere praktischen Erfahrungen darlegen: Wenn ein Anleger (Verbraucher) einen Verlust z.B. aus einem 10.000,00 € Zertifikat erleidet, muss er prüfen und anwaltlich beurteilen lassen, ob der Prospekt unvollständig oder fehlerhaft ist oder nicht mit dem Inhalt der Zusammenfassung übereinstimmt. In einem Zivilprozess muss der Klagende dem Gericht vortragen, an welcher Stelle der Prospekt falsch oder unvollständig ist. Ein klagender Anleger ist verpflichtet, den Prospektinhalt vorzutragen. Davon geht auch die EU-Verordnung aus, wenn sie auf die Pflicht des Klägers zur Übersetzung des Prospektes im Falle eines Rechtsstreites hinweist. Die Übersetzung z.B. des 220-seitigen Prospektes eines Luxemburger Emittenten, den wir in Auszügen beilegen, kostet nach Auskunft eines großen Übersetzungsbüros ca. nicht unter 15.000,00 €. Selbst wenn ein Rechtssuchender diesen Betrag aufwenden würde, muss er davon ausgehen, dass die beklagte Emittentin die Richtigkeit der Übersetzung bestreiten würde. Art. 27 der Verordnung begründet einen Nachteil für Wertpapierkäufer, der jeden Versuch eines Rechtsstreites im Keim erstickt. Ein Emittent muss verantwortlich sein für den Inhalt seines Prospektes, dazu gehört auch die Lesbarkeit. Der Binnenmarkt darf nicht Vorrang vor dem Verbraucherschutz erhalten. Der Emittent muss verpflichtet werden, den Prospekt zu übersetzen, zumindest auf Verlangen eines Anlegers oder einer Mindestzahl von Anlegern.

Die Verordnung 2017/1129 und das WpPG sind in dieser Hinsicht auch widersprüchlich. Art. 7 der Verordnung unterstellt, dass die Prospektzusammenfassung (in der Regel etwa 7 Seiten) als Einleitung zu dem Prospekt zu lesen ist und ihre Informationen mit den in den anderen Teilen des Prospektes enthaltenen Informationen übereinstimmen muss (Art. 7 (2) der Verordnung). Art. 7 (5) (Warnhinweise) b) verlangt, dass der Anleger sich bei der Entscheidung auf den Prospekt als Ganzes stützen sollte. Und in e) heißt es zur Haftung, dass die Zusammenfassung zusammen mit den anderen Teilen des Prospektes zu lesen ist und nicht irreführend, unrichtig oder widersprüchlich sein darf.

Auch (28) Erwägungsgründe zur Prospektverordnung betont, dass Anleger den gesamten Prospekt überprüfen müssen, um ihre Entscheidung zu treffen. Dasselbe kommt in Nr. 15 des E-WpPG zum Ausdruck, wenn dort erwähnt wird, dass die Zusammenfassung mit den anderen Teilen des Prospektes gelesen werden muss, um festzustellen, ob die Zusammenfassung irreführend, unrichtig oder widersprüchlich ist.

Wie soll dies der Erwerber bewerkstelligen, wenn ihm eine 7-seitige deutsche Zusammenfassung vorliegt und ein 200-seitiger Prospekt in Englisch?

Die Übersetzung ist für den Emittenten eine Kleinigkeit, für den Verbraucher nicht zu leisten.

**Zu den Anlageschwellen bei prospektfreien Emissionen zwischen 1 Mio und 8 Mio Euro (§ 3 (2) Nr. 6, § 3 c WpPG):**

In der Angebotsspanne zwischen 1 Mio und 8 Mio Euro steht dem nationalen Gesetzgeber ein Ermessen zu. Das deutsche WpPG sieht neben dem 3-seitigen WIB Einzelanlageschwellen für Verbraucher vor. Die Anlageschwellen in Höhe von 1.000,00 € und 10.000,00 € bei Selbstauskunft dürften geeignet sein, einen Verbraucher von einer überhöhten oder unüberlegten Anlage abzuhalten.

Die Begrenzung der Anlageschwellen auf 1.000,00 bzw. 10.000,00 Euro bei Selbstauskunft halten wir für richtig und diese Schwellen sollten weder erhöht noch abgeschafft werden. Ein mündiger und vermöglicher Bürger wird dadurch nicht von hohen Anlagebeträgen ferngehalten, denn er kann unbegrenzt in unfassbar viele verschiedene Wertpapierangebote investieren, die jenseits der 8 Mio Euro, mit Prospekt, emittieren. Schätzungen zu Folge gibt es alleine mehrere hunderttausend unterschiedliche Angebote zu Zertifikaten, die zum großen Teil hochspekulativ sind und keinerlei Anlagebegrenzung vorsehen. Von Aktien, Anleihen und sonstigen Wertpapieren ganz zu schweigen, die es wie Sand am Meer zu kaufen gibt.

Das Wertpapier darf nur von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen angeboten werden, das zu einer Prüfung verpflichtet ist, ob die Anlageschwellen eingehalten sind. Gegebenenfalls besteht dann auch eine Haftung des Beraters/Vermittlers gegenüber dem Anleger.

Bis zu Emissionen in Höhe von 8 Mio Euro ist kein Prospekt, sondern nur ein 3-seitiges Wertpapierinformationsblatt erforderlich. Dieses kann nur die notwendigen Angaben enthalten, nicht aber die für eine Anlageentscheidung erforderlichen Informationen. In verschiedenen Gesetzen (Vermögensanlagengesetz, Wertpapierprospektgesetz, KAGB) gehen die in Kurzinformativblättern enthaltenen Vorschriften davon aus, dass diese Kurzinformativblätter den Prospekt nicht ersetzen, sondern nur zusammenfassen. Auch in der EU-Verordnung 2017/1129, Art. 7 (5) ist angesprochen, dass der Anleger sich bei der Investiti-

onsentscheidung auf den Prospekt als Ganzes stützen sollte. Oft wird das Argument vorgebracht, dass ein mehrere hundert Seiten umfassender Prospekt von Anlegern selten aufmerksam gelesen wird. Dies mag sein, aber: Der Prospekt dient auch „hinterher“ als Informationsquelle für Fehler eines Anlagemodells, wenn eine Krise oder Insolvenz eingetreten ist. Darin findet der Anleger diejenigen Hinweise, die eine Überprüfung der Seriosität und Ursachen einer Insolvenz aufdecken, z.B. Verflechtungen, Einzelheiten zu Geschäftszahlen, Aufsichts- und Prüfungspersonen, usw. Aus dem Prospekt ist nach Entstehen eines Verlustes erkennbar, welche Angaben fehlerhaft waren und was oder wer dafür verantwortlich ist. Der Inhalt eines Prospektes verlangt eine breite Palette von Informationen (siehe Verordnung 809/2004):

- alle Personen, die für die gemachten Angaben verantwortlich sind
- Name und Anschrift der Abschlussprüfer
- Finanzinformationen und Vergleichsdaten
- klare Offenlegung von Risikofaktoren
- Sitz und Rechtsform des Emittenten, Rechtsordnung seines Herkunftslandes
- wichtige Ereignisse während der Entwicklung der Geschäftstätigkeit
- Beschreibung der wichtigsten Investitionen
- Angaben über etwaige Abhängigkeiten in Bezug auf Lizenzen, Verträge etc.
- Beschreibung der Finanzlage nebst Veränderungen und deren Ursachen
- Informationen über Eigenkapitalausstattung, Geldquellen, Fremdfinanzierungsbedarf
- Mitglieder der Verwaltungs- oder Aufsichtsorgane
- Schuldsprüche in Bezug auf Straftaten und Angaben über etwaige Konkurse und Liquidationen, zu öffentlichen Anschuldigungen oder Sanktionen der Behörden!
- Informationen über staatliche Interventionen, Gerichts- oder Schiedsverfahren

All dies kann eine Kurzinfo (WIB) nicht leisten, § 3 a WpPG. Zwar muss das WIB die wesentlichen Informationen über Wertpapier, Anbieter, Emittenten und etwaige Garantiegeber in einer vorgegebenen Reihenfolge enthalten, um das Wertpapier mit den Merkmalen anderer Wertpapiere vergleichen zu können. Ei-

ne Kurzinformation ist auf jeden Fall unerlässlich, um ein verständliches Bild von dem Angebot zu erhalten, es wird aber für die Geltendmachung von Ansprüchen im Rahmen einer Klage gegen den Emittenten niemals ausreichen. Auch in dem Emissionsbereich bis 8 Mio Euro sollte darüber nachgedacht werden, zumindest einen vereinfachten Prospekt zu fordern, so wie im Falle des Art. 14 der Verordnung (Sekundäremissionen) und Art. 15 (EU-Wachstumsprospekt).

Ein Prospekt dient auch nach einer Insolvenz oder sonstigem Verlust als Erkenntnisquelle für Fehler und Verantwortlichkeiten. An dieser Stelle möchten wir auch darauf hinweisen, dass ein wesentlicher Bestandteil des Vertrauens in eine Emission die Jahresabschlüsse eines Unternehmens sind, auf die in dem Prospekt Bezug zu nehmen ist (Anhang 1 der EU-Prospektverordnung 2017/1129). Anzugeben sind auch die Jahresabschlussprüfer, die die Jahresabschlüsse „testiert“ haben. Wir halten es für einen grundlegenden Missstand im deutschen Recht, dass ein Jahresabschlussprüfer für ein falsches Testat nur bis zu 1 Mio Euro, praktisch also gar nicht haftet, § 323 2 HGB. Jeder Anwalt, Steuerberater, Arzt oder Architekt haftet unbegrenzt, wenn er einen Schaden verursacht, gegebenenfalls in Milliardenhöhe. Die Haftungsimmunität für Wirtschaftsprüfer ist eine deutsche Besonderheit, die abgeschafft werden muss. Unsere Recherchen ergaben, dass es nur in Deutschland und Österreich eine Haftungsbeschränkung für Jahresabschlüsse gibt, in keinem anderen Staat der EU oder in den USA ist Ähnliches bekannt. Die Haftungsimmunität ist ein Anreiz für Gefälligkeitstestate. In der bisher größten deutschen Insolvenz eines Anlagemodells, der P&R-Gruppe, wurden die Bilanzen testiert, obwohl die an die Anleger verkauften Produkte nicht existierten. Wie soll ein Prospekt „sämtliche Angaben enthalten, die im Hinblick auf den Emittenten und Wertpapiere notwendig sind, um dem Publikum ein zutreffendes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste ...“ zu ermöglichen, wenn eine Haftung hinsichtlich eines derart zentralen Bestandteils einer Emission ausgeschlossen ist?

§ 3 WpPG-E sieht eine Erhöhung der Schwelle für Kreditinstitute von 5 Mio auf 8 Mio Euro vor. Das wäre nicht zu beanstanden, wenn § 3 c WpPG (Anlageberatung + Anlageschwelle) auch für Kreditinstitute gelten würde. § 3 c sieht eine Ausnahme von der Prospektspflicht, nur unter den Voraussetzungen der Anlageberatung und Einzelanlageschwellen, nur für § 3 (2) S.1, Nr. 6 vor.

Der Schwellenwert in Höhe von 8 Mio Euro in § 3 (2) Nr. 6 WpPG (Prospektbefreiung bis 8 Mio Euro) ist gewiss diskussionswürdig. Ob innovative Startup-Unternehmen dieses Volumen ausschöpfen werden, ist fraglich. Wir möchten darauf hinweisen, dass viele andere EU-Staaten die Prospektspflicht bei 5 Mio Euro beginnen lassen, z.B. Österreich, Belgien, Irland, Luxemburg, Malta, Niederlande, Portugal und einige weitere.

### **Nichtdividenwerte**

An der Stelle möchten wir auch auf eine andere Prospektbefreiung hinweisen, die nicht recht verständlich erscheint: § 1 (2) Nr. 4 WpPG und Art. 1 (4) j der EU-Prospektverordnung erlauben Kreditinstituten die prospektfreie Daueremission von Nichtdividendenwerten bis 75 Mio Euro p.a.. Nichtdividendenwerte sind z.B. Genussscheine, Optionsscheine, Zertifikate und ähnliche hochriskante Produkte.

Viele Arten von Zertifikaten -Knock out-Zertifikate, Coco bonds und ähnliche Produkte - gehören zum Verkauf an Verbraucher verboten, nicht emissionserleichtert. Erwägungsgründe (21) zur Verordnung 2017/1129 erwähnt dazu, dass die vereinfachte Prospekt-Behandlung nur für Nichtdividendenwerte gelten sollte, die sich ausschließlich an einen geregelten Markt für qualifizierte Anleger richten. An nichtqualifizierte Anleger sollten Nichtdividendenwerte nicht verkauft werden dürfen, es sei denn, dass ein Prospekt erstellt wird (Erwägungsgründe (21) Zeile 14). In dem Gesetzentwurf WpPG findet sich diese Einschränkung nicht.

### **Vermögensanlagen/Crowdfunding**

Derzeit gilt noch eine Schwelle von 2,5 Mio Euro für die prospektfreie Einwerbung Crowdfunding-basierten Kapitals. Auch hier gelten die Verbraucherschwellen von 1.000,00 Euro bzw. 10.000,00 Euro.

Die Anlagemöglichkeit „Crowdfunding“ wird offenbar fast ausschließlich im Wege der sogenannten Nachrangdarlehen genutzt. Eine Erweiterung auf andere Beteiligungsformen ist unserer Ansicht nach auf den ersten Blick nicht abwegig, aber fraglich. Denn: Im Falle eines Darlehens bekommt der Anleger im günstigsten Falle sein Geld mit den vereinbarten Zinsen zurück. Er ist nie an einer Immobilie oder an einem Unternehmen beteiligt, das sich günstigstenfalls zu einer Wertsteigerung entwickeln kann. Der Emittent ist aber verpflichtet, das Darlehen zurückzuzahlen. Genussrechte und stille Beteiligungen haben dagegen den Nachteil, dass der Anleger am Verlust teilnimmt, was bei Nachrangdarlehen nicht der Fall ist.

Die Erweiterung der Anlageprodukte auf GmbH-Anteile ist kritisch zu sehen. Ein GmbH-Anteil gewährt den Investoren zwar eine vollständige gesellschaftsrechtliche Position, mit dem Anspruch auf Gewinnbeteiligung, Stimmrechten und Anteilen an dem Vermögen der Gesellschaft. Es erschließt sich aber nicht, wie der Vertrieb von GmbH-Anteilen an eine Vielzahl von Investoren in der Praxis stattfinden soll. GmbH-Anteile waren noch nie fungibel und zum Vertrieb an ein Publikum geeignet. § 15 GmbHG sieht eine zwingende Beurkundungspflicht beim einem Notar für den Erwerb von Gesellschaftsanteilen vor. Wir halten es für unrealistisch, dass ein Kleininvestor wegen des Erwerbs eines Anteiles im Crowdfunding den Aufwand einer notariellen Beurkundung auf sich nimmt. Diese Beurkundung muss persönlich vor dem Notar stattfinden, kann also nicht

online oder sonst wie im Fernabsatz durchgeführt werden.

Ich kann mich an keinen Fall erinnern, in dem GmbH-Anteile in einem Anlagemodell an eine Vielzahl von Anlegern angeboten worden wären. GmbHs weichen eher auf Genussrechte und stille Beteiligungen aus, die formell ohne Aufwand vertrieben werden können (bekannteste Beispiele: Göttinger Gruppe und PROKON).

Wir möchten hinweisen auf den Entwurf der „Verordnung über europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmer“ vom 08.03.2018 (COM(2018)). Die dort angestrebte Obergrenze für das Crowdfunding liegt bei 1 Mio Euro, wobei es national möglich bleibt, davon abzuweichen und höhere Schwellen vorzusehen. In diesem Falle wird die Crowdfunding-Plattform aber keinen europäischen Pass bekommen, also die Möglichkeit zur grenzüberschreitenden Tätigkeit.

### Sonstiges

Im Marktsegment der Wertpapiere - oder Produkte die sich dafür halten - wurde in den letzten zwei bis drei Jahren die Beobachtung gemacht, dass sich offenbar eine Welle des Betruges gegenüber Privatanlegern etabliert hat, die ganz gezielt den Binnenmarkt für Täuschung, Manipulation und Verhinderung einer Rechtsverfolgung ausnutzen. Anleger werden beispielsweise von „Beratern“ kontaktiert, die Telefonzentralen an deutschen Standorten unterhalten, deren angebliche Vermögensverwalter/Emittenten ihren Sitz in z.B. Zypern unterhalten. Das angelegte Kapital ist auf dubiose Weise verschwunden, der Geschädigte muss aber theoretisch einer Briefkastenfirma in Zypern hinterherlaufen. Dies ist kein Einzelfall, sondern wohl ein Segment, das sich gebildet hat. Da in der EU grundsätzlich das Herkunftslandprinzip gilt, wird ein Anbieter/Emittent zunächst von seiner Heimatbehörde zugelassen und überwacht. Diese zum Betrug an Privatanlegern konzipierten Modelle sind schwer greifbar und in höchstem Maße missbräuchlich. Die geköderten Verbraucher erwerben CFD's oder Optionsscheine (deren wahre Natur verschleiert wird) und erleiden stets einen Totalverlust, weil die Geschäfte in Wahrheit nicht durchgeführt, sondern nur vorgespiegelt werden. Es ist noch immer legal, an Verbraucher spekulative Wertpapiere zu verkaufen, deren Risiken und Wirkungsweisen nicht erkennbar und einfachst zu manipulieren sind. Hinzu kommt die Verschleierung über EU-Mitgliedsstaaten, die den europäischen Pass in Anspruch nehmen, aber faktisch nicht zu belangen sind.

In den letzten beiden Jahren ist auch eine größere Anzahl Genossenschaften in die Insolvenz gefallen, die offenbar von der Ausnahme zur Prospektspflicht Gebrauch gemacht und Genossenschaftsanteile an Verbraucher verkauft haben. Mir ist auch ein Fall zu Ohren gekommen, dass eine Genossenschaft ihre Genossen-

schaftsanteile im Provisionsvertrieb (10 % Provision) verkauft. Der Missbrauch in diesem Segment sollte evaluiert werden.

Wir möchten in diesem Zusammenhang nochmals auf die Forderung nach einem „Finanz-TÜV“ zurückkommen, die bereits verschiedentlich erhoben wurde. Grundsätzlich sollte ein Finanz-TÜV bei der Aufsichtsbehörde angesiedelt und dafür zuständig sein, bereits etablierten oder neu geschaffenen Anlagemodellen den Marktzutritt zu verwehren und gegebenenfalls aus dem Verkehr zu ziehen. Dies ist eine Aufgabe, die alleine mit § 15 WpHG (Produktintervention) nicht zu lösen und in den Griff zu bekommen ist. Die Anbieter nutzen legal regulierte Anlageformen unter Ausnutzung praktischer Hindernisse dazu aus, Anleger zu schädigen und sich zu bereichern.

Mit freundlichen Grüßen

P. Mattil  
Rechtsanwalt  
- Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht -

PROSPECTUS DE BASE  
En date du 22 novembre 2005

BASE PROSPECTUS  
Dated 22 November 2005



#### EXANE FINANCE

Programme d'Offre d'émission de Titres de Créances  
Inconditionnellement et irrévocablement garantis par Exane SA

Certaines émissions bénéficieront en outre d'une garantie  
supplémentaire sous la forme d'un gage de compte  
d'instruments financiers par Exane SA

Dans le cadre du programme d'émission de titres (le "Programme d'Offre") qui fait l'objet du présent prospectus de base (le "Prospectus de Base"), Exane Finance (l'"Emetteur") peut, dans le respect des lois, règlements et directives applicables, procéder à tout moment à des émissions de titres (les "Titres").

Le Prospectus de Base est valable pour une période d'un an à partir de sa publication.

Les Titres sont soit (i) indexés sur un, plusieurs ou une combinaison d'indice(s), d'action(s), de parts, actions d'organisme(s) de placement collectifs, de contrat(s) à terme ou de taux de change (les "Certificats") soit (ii) liés à des entités de référence en ce sens que leur montant de règlement dépend de la survenance ou non d'un ou plusieurs événement(s) de crédit relatifs à une ou plusieurs entités de référence (les "TREC").

Les Titres pourront être émis ou faire l'objet d'un règlement à un montant supérieur, inférieur ou équivalent à leur valeur nominale, règlement indexé ou non à une formule. Les Titres pourront faire l'objet d'un règlement payé dans une devise ou des devises autres que la devise initiale d'émission. Les Titres pourront faire l'objet d'un règlement sous forme de versement d'espèces ou d'une livraison de sous-jacents livrables. Les Titres pourront ou non donner droit à une rémunération calculée sur la base d'un taux fixe, d'un taux variable ou d'une formule.

Les Titres seront régis par le droit français. Les Titres, qui constituent des valeurs mobilières au sens de l'article L.211-2 du Code monétaire et financier et de l'article 4.1.18 de la directive européenne 2004/39/CE. Ils ne constituent pas des obligations au sens de l'article L.228-38 du Code de commerce

Chaque émission de Titres sera régie par les modalités (les "Modalités") figurant dans le Prospectus de Base et par les dispositions qui figureront dans les conditions définitives applicables aux Certificats ou dans les conditions définitives applicables aux TREC (les "Conditions Définitives"). Le Prospectus de Base contient deux modèles de Conditions Définitives, l'un pour les Certificats, l'autre pour les TREC.

Chaque émission de Titres sera inconditionnellement et irrévocablement garantie par Exane SA. Le modèle de cette garantie figure dans le Prospectus de Base. Certaines émissions de Titres bénéficieront en outre d'une garantie supplémentaire sous forme d'un gage de compte d'instruments financiers (le "Gage") par Exane SA en qualité de constituant tel que plus amplement décrit dans le Prospectus de Base. Le modèle de déclaration de Gage figure dans le Prospectus de Base. Les Conditions Définitives indiqueront si les Titres concernés bénéficieront d'un Gage. La déclaration de Gage indiquera notamment la créance garantie par le

#### EXANE FINANCE

Debt Securities Issue Offering Programme  
Unconditionally and irrevocably guaranteed by Exane SA

Certain issues shall also benefit from an additional guarantee  
in the form of a pledge  
of a financial instruments account by Exane SA

Pursuant to the securities issue programme (the "Offering Programme") described in this base prospectus (the "Base Prospectus"), Exane Finance (the "Issuer") may, in accordance with the applicable laws, regulations and directives, issue securities (the "Securities") from time to time.

The Base Prospectus is valid for a period of one year from its publication.

The Securities shall be either (i) indexed to one or more or a combination of shares, indices, units or shares of collective investment schemes, futures contracts or exchange rates (the "Certificates") or (ii) linked to reference entities in the sense that the payment amount depends on the occurrence or non-occurrence of one or more credit events in respect of one or more reference entities (the "TREC").

The Securities may be issued or settled at a premium over or at a discount to their nominal value or at their nominal value, with the settlement value indexed or not to a formula. The Securities may be settled in a currency or currencies other than the original currency of issue. The Securities may be settled in cash or through the delivery of deliverable underlying assets. The Securities may bear interest on a fixed or floating rate or formula linked basis or may not bear interest at all

The Securities shall be governed by French law. The Securities are securities as defined by article L.211-2 of the monetary and financial Code (*Code monétaire et financier*) and article 4.1.18 of the European directive 2004/39/EC. They are not obligations as defined by article L.228-38 of the commercial Code (*Code de commerce*)

Each Securities issue shall be governed by the conditions (the "Conditions") set forth in the Base Prospectus and the provisions set forth in the final terms applicable to the Certificates or in the final terms applicable to the TREC (the "Final Terms"). The Base Prospectus sets out two forms for the Final Terms, one for the Certificates and the other for the TREC.

Each Securities issue shall be unconditionally and irrevocably guaranteed by Exane SA. The form of this guarantee is reproduced in the Base Prospectus. Certain issues of Securities will also benefit from an additional guarantee in the form of a pledge of a financial instruments account (the "Pledge") by Exane SA as pledgor as more fully described in this Base Prospectus. The form of the statement of Pledge is reproduced in the Base Prospectus. The Final Terms shall indicate whether the relevant Securities will benefit from a Pledge. The statement of Pledge shall indicate, in particular, the debt secured by the Pledge



32. Stipulations concerning Floating Rate Certificates: Not Applicable
33. Stipulations governing the Interest on Certificates referenced to a formula: Not Applicable
34. Late payment interest in the event of late Payment or delivery (Condition 7(E)): EONIA Rate

**PLACEMENT**

35. Name of Dealer: Exane Limited
36. Additional selling restrictions: Not Applicable

**PRACTICAL INFORMATION**

37. Central depository: Euroclear France  
115, rue Réaumur 75002 Paris, France

38. ISIN code: FR0010532747
39. Common Code: 032646921
40. Other Code(s): WKN code: A0S16S
41. Name and address of the Paying Agent(s): Not Applicable

**OTHER GENERAL PROVISIONS GOVERNING THE CERTIFICATES**

42. Form of the Certificates: Certificates in book-entry form (*dématérialisés*)
- (i) Form of the Certificates: Holder
- (ii) Registrar: Not Applicable
43. Additional Financial Market(s): Not Applicable
44. Information concerning Partly Paid-up Certificates: Not Applicable
45. Information concerning Certificates with Settlement by Instalments: Not Applicable
46. Stipulations concerning redenomination, changes in Nominal Value and convention: Not Applicable
47. Language: The English version of the Securities Conditions will be the binding language in relation to this issue.
48. Other special terms or conditions: Not Applicable

**PUBLIC OFFER(S)**

- Public offer(s): Applicable
- Member State(s): The Securities will be offered to the public in Germany and in Austria.

**PART B – OTHER INFORMATION**

**1. Statement of Pledge**

Not Applicable

**2. Acknowledgement of Pledge**

Not Applicable

**3. Information on/Description of the underlying asset(s) of the Certificates:**

As set out in the Appendix hereto.

**4. Performance of the Underlying Asset(s), effects on value of investment and associated risks**

As set out in the Appendix hereto.

**5. Third Party Information**

Information contained in the Final Terms that is sourced from a third party has been accurately reproduced and, as far as the Issuer is aware and is able to ascertain from information published by the relevant third party, no facts have been omitted which would render the reproduced information inaccurate or misleading. The Issuer has also identified the source(s) of such information.

**6. Offer**

The categories of potential investors to which the Certificates are offered are: German public.

**7. Notification**

The *Commission de Surveillance du Secteur Financier*, which is the Luxembourg competent authority for the purpose of the Prospectus Directive and the relevant implementing measures in Luxembourg has been requested to provide to the BaFin with a certificate of approval attesting that the Base Prospectus has been drawn up in accordance with the Prospectus Directive and the relevant implementing measures in Luxembourg.

**8. Interests of natural and legal persons involved in the Issue / Offer**

So far as the Issuer is aware, no person involved in the offer of the Certificates has an interest material to the offer.

**9. Reasons for the Offer, estimated net proceeds**

(i) Reasons for the offer: See "Use of Proceeds" wording in Base Prospectus

(ii) Estimated net proceeds: Not Applicable

**10. Placing and Underwriting**

Superfund Asset Management GmbH (Frankfurt Branch), registered in Frankfurt/Germany, which is allowed to act as *Anlage-Abschlussvermittlung* (Broker, Dealer) and *Vermögensverwaltung* (Asset Manager) under German law will act as a New Dealer placing the Certificates in the German public, following the execution of a Dealer Accession Letter.

- ce nombre est augmenté de la fraction sur la période concernée calculée comme indiqué au premier paragraphe de cette définition ;
- (iii) si les termes "Exact/365" (Fixed) sont indiqués dans les Conditions Définitives, il s'agit du nombre réel de jours écoulés dans la Période de Calcul divisé par 365 ;
- (iv) si les termes "Exact/360" sont indiqués dans les Conditions Définitives, il s'agit du nombre réel de jours écoulés dans la Période de Calcul divisé par 360 ;
- (v) si les termes "30E/360-FBF" ou "Base Euro Obligataire" sont indiqués dans les Conditions Définitives concernées, il s'agit pour chaque Période de Calcul, de la fraction dont le dénominateur est 360 et le numérateur est le nombre de jours écoulés durant cette période, calculé sur une année de 12 mois de 30 jours, à l'exception du cas suivant :
- this number is increased by the fraction over the relevant period, calculated as described in the first paragraph of this;
- (iii) If the term "Exact/365" (Fixed) is specified in the Final Terms, this is the actual number of days in the Calculation Period divided by 365;
- (iv) If the term "Exact/360" is specified in the Final Terms, this is the actual number of days in the Calculation Period divided by 360;
- (v) If the terms "30E/360-FBF" or "Eurobond Basis" are specified in the relevant Final Terms, for each Calculation Period, this is a fraction in which the denominator is 360 and the numerator is the number of days in this period, calculated over a year of twelve 30-day months, with the following exception:

dans l'hypothèse où le dernier jour de la Période de Calcul est le dernier jour du mois de février, le nombre de jours écoulés durant ce mois est le nombre exact de jours,

If the last day of the Calculation Period is the last day of the month of February, the number of days in this month is the actual number of days,

où :

in which:

D1 (jj<sup>1</sup>, mm<sup>1</sup>, aa<sup>1</sup>) est la date de début de période  
D2 (jj<sup>2</sup>, mm<sup>2</sup>, aa<sup>2</sup>) est la date de fin de période

D1 (dd<sup>1</sup>, mm<sup>1</sup>, yy<sup>1</sup>) is the period commencement date  
D2 (dd<sup>2</sup>, mm<sup>2</sup>, yy<sup>2</sup>) is the period end date

La fraction est :

The fraction is:

$$\frac{1}{360} \times \left[ (aa^2 - aa^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + \text{Min}(jj^2, 30) - \text{Min}(jj^1, 30) \right] \quad \frac{1}{360} \times \left[ (yy^2 - yy^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + \text{Min}(dd^2, 30) - \text{Min}(dd^1, 30) \right]$$

(vi) si les termes "30/360 - FBF (Base Obligataire)" ou "Exact 30A/360 (Base Obligataire Américaine)" sont indiqués dans les Conditions Définitives, il s'agit pour chaque Période de Calcul, de la fraction dont le dénominateur est 360 et le numérateur le nombre de jours calculés comme pour la base 30E/360 - FBF, à l'exception du cas suivant :

(vi) If the terms "30/360 - FBF (Bond Basis)" or "Exact 30A/360 (American Bond Basis)" are specified in the Final Terms, for each Calculation Period, this is a fraction in which the denominator is 360 and the numerator is the number of days calculated as for the 30E/360 - FBF basis, with the following exception:

lorsque le dernier jour de la Période de Calcul est un 31 et le premier n'est ni un 30 ni un 31, le dernier mois de la Période de Calcul est considéré comme un mois de 31 jours ;

when the last day of the Calculation Period is a 31 and the first is neither a 30 nor a 31, the last month of the Calculation Period shall be considered to be a 31-day month;

en reprenant les mêmes définitions que celles qui figurent ci-dessous pour 30E/360 - FBF, la fraction est :

using the same definitions as below for 30E/360 - FBF, the fraction is:

si jj<sup>2</sup> = 31 et jj<sup>1</sup> ≠ (30, 31),

if dd<sup>2</sup> = 31 and dd<sup>1</sup> ≠ (30, 31),

alors :

then:

$$\frac{1}{360} \times \left[ (aa^2 - aa^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + (jj^2 - jj^1) \right] \quad \frac{1}{360} \times \left[ (yy^2 - yy^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + (dd^2 - dd^1) \right]$$

"Période" désigne le nombre de jours qui se seront effectivement écoulés entre la date de calcul de la juste valeur de marché capitalisée des Certificats telle que mentionnée dans la notification visée au paragraphe (i) ci-dessus (non inclusive) et la Date de Règlement (inclusive); et

"Period" means the number of days which will have effectively elapsed between the date of calculation of the capitalised fair market value of the Certificates as indicated in the notice defined by paragraph (i) above (not inclusive) and the Settlement Date (inclusive); and

"ibor" désigne le taux interbancaire offert calculé par l'association interbancaire locale, tel que défini dans les Conditions Définitives.

"IBOR" means the interbank offered rate, calculated by the local interbank association, as defined in the Final Terms.

(2) Méthodes de réalisation de certains Ajustements sur Action

(2) Methods for making certain Adjustments on Shares

Si la Modalité 5(F)(1)(ii)(b) ci-dessus s'applique, l'Agent de Calcul devra procéder aux ajustements suivants, de telle sorte que ces ajustements prennent effet dès que possible après l'Événement, pour toutes les Dates d'Évaluations liées à l'Action concernées postérieures à l'Événement :

If Condition 5(F)(1)(ii)(b) above applies, the Calculation Agent shall make the following adjustments in such a manner that these adjustments take effect as soon as possible after the Event for all Valuation Dates linked to the relevant Share after the Event:

(i) Dans le cas d'une augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes (réalisés sous forme d'attribution gratuite d'Actions), division d'Actions ou regroupement d'Actions ("Opération sur Capital") :

(i) In the event of a capital increase by the capitalisation of reserves, profits or premiums (implemented in the form of a bonus issue of Shares), a division of Shares or aggregation of Shares (the "Corporate Action"):

la nouvelle Quantité d'Actions à laquelle chaque Certificat se rapportera désormais ("Q1") sera calculée selon la formule suivante :

the new Quantity of Shares to which each Certificate is related thereafter ("Q1") shall be calculated according to the following formula:

$$Q1 = Q \times \frac{\text{nombre d'actions après l'Événement}}{\text{nombre d'actions avant l'Événement}}$$

$$Q1 = Q \times \frac{\text{number of shares after the Event}}{\text{number of shares before the Event}}$$

où "Q" est égal à la Quantité d'Actions avant ajustement ;

where "Q" is equal to the Quantity of Shares before adjustment;

"nombre d'actions" désigne le nombre d'Actions composant le capital de la Société.

"number of shares" refers to the number of Shares composing the share capital of the Company.

(ii) Dans le cas (a) d'une distribution de réserves en numéraire ou en actions cotées du portefeuille détenu par la Société, (b) d'un amortissement du capital, (c) d'une émission de titres par la Société, assortis de droits préférentiels de souscription cotés au profit des actionnaires, de droits de priorité cotés, ou de droits d'attribution cotés, ou (d) d'une attribution gratuite (autre que l'attribution gratuite d'Actions visée au paragraphe (2)(i) ci-dessus) de titres cotés au profit des actionnaires (la "Distribution d'espèces, de droits ou de titres") :

(ii) In the case (a) of a distribution of reserves in cash or in listed shares from the portfolio held by the Company, (b) a writing-off of capital, (c) an issue of securities by the Company with listed preferential subscription rights attached for shareholders, listed priority rights, or listed allotment rights, or (d) a bonus issue (other than the bonus issue of Shares described in paragraph (2)(i) above) of listed securities to shareholders (the "Distribution of cash, rights or securities") :

la nouvelle Quantité d'Actions à laquelle chaque Certificat se rapportera désormais ("Q1") sera calculée selon la formule suivante :

the new Quantity of Shares to which each Certificate is related thereafter ("Q1") shall be calculated according to the following formula:

$$Q1 = Q \times \frac{\text{Prix par Action} + D}{\text{Prix par Action}}$$

$$Q1 = Q \times \frac{\text{Price per Share} + D}{\text{Price per Share}}$$

où "Q" est égal à la Quantité d'Actions avant ajustement ;

where "Q" is equal to the Quantity of Shares before adjustment;

**[9. Placement et souscription**

[Non Applicable / Applicable] : [  ] (si applicable, indiquer le nom et l'adresse des différentes parties de l'offre<sup>11</sup>, la date à laquelle l'accord de souscription a été ou sera conclu et éventuellement le nom et l'adresse de tous les dépositaires dans chaque pays )

**[10. Marché secondaire**

[  ]

**[11. Fiscalité**

[Non Applicable /  ]

**[12. Déclaration des Porteurs**

En achetant les Certificats, chaque Porteur déclare :

- (a) qu'il a l'expérience et les connaissances nécessaires et qu'il a pris auprès de professionnels les conseils qu'il juge suffisant pour effectuer de façon indépendante sa propre évaluation des mérites et des risques encourus en achetant les TREC et en faisant un tel investissement ;
- (b) qu'il comprend que le [Montant des Intérêts] [Montant de Règlement en l'absence d'Evènement de Crédit] [Montant de Règlement en cas d'Evènement de Crédit [autre – à spécifier] sera dépendant de la survenance (ou non) d'Evènements de Crédit sur l'Entité de Référence (comme défini dans la Partie B) ;
- (c) qu'il comprend et convient que le Prix d'Emission peut inclure pour partie un montant lié aux besoins de couverture conclus entre l'Emetteur et une entité du même groupe, et que les TREC peuvent être revendus à des prix pouvant être supérieurs ou inférieurs à leur Prix d'Emission ;
- (d) qu'il comprend que dès lors que l'entité agissant en tant qu'Agent de calcul est également le Garant, des conflits d'intérêts potentiels peuvent exister entre le Garant, en sa qualité d'Agent de Calcul, et les Porteurs ; et
- (e) qu'il reconnaît que l'Agent de Calcul agit en tant que mandataire de l'Emetteur et qu'une telle entité ne peut de ce fait assumer aucune obligation envers les Porteurs, ni aucune fonction de représentation ou de fiducie.

---

<sup>11</sup> Dans la mesure de ce qui est porté à la connaissance de l'Emetteur, des placeurs dans les divers pays où l'offre est proposée.

---

**DECLARATION DE RESPONSABILITE**
**PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROSPECTUS DE BASE**

Après avoir pris toute mesure raisonnable à cet effet, les informations contenues dans le Prospectus de Base sont, à la connaissance de l' Emetteur et le Garant, conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

L'Emetteur et le Garant acceptent une responsabilité solidaire des informations contenues ou incorporées par référence dans le Prospectus de Base.

**DECLARATION OF RESPONSIBILITY**
**PERSONS ASSUMING RESPONSIBILITY FOR THE BASE PROSPECTUS**

Having taken all reasonable care to ensure that such is the case the information contained in the Base Prospectus is, to the best of the knowledge of the Issuer and the Guarantor, in accordance with the facts and contains no omission likely to affect the import of such information.

The Issuer and the Guarantor accept joint responsibility for the information contained or incorporated by reference in the Base Prospectus.

| L'Emetteur - The Issuer  | Le Garant - The Guarantor  |
|--|--|
| <p style="text-align: center;"><b>EXANE FINANCE</b></p> <p>.....</p> <p>Nom : Philippe Sanlaville<br/>Titre : Directeur Général Délégué /<br/>Deputy Managing Director</p> | <p style="text-align: center;"><b>EXANE SA</b></p> <p>.....</p> <p>Nom : Nicolas Chanut<br/>Titre : Président Directeur Général /<br/>Chairman and Chief Executing Officer</p> |