

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN Taunusanlage 21 60325 Frankfurt/M.

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

Per E-Mail:
finanzausschuss@bundestag.de

Frankfurt am Main, 12. März 2015
Dr. Tobias Riethmüller Tel +49 69 710003-0 Fax +49 69 710003-144 riethmueller@gsk.de
Unser Zeichen: tri/

Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes“ (BT-Drucksache 18/3994) am 16. März 2015

- Schriftliche Stellungnahme -

Sehr geehrte Frau Vorsitzende, sehr geehrte Damen und Herren,

vielen Dank für die freundliche Einladung zur öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses zum vorbezeichneten Gesetzentwurf und für die Gelegenheit zur schriftlichen Stellungnahme, die ich – zugleich in meiner Funktion als ehrenamtlich tätiges Gründungsmitglied des German Crowdfunding Network (GCN) – gerne wahrnehme.

Ergänzend darf ich auf die Stellungnahmen des GCN vom 1. August 2014 (zum Referentenentwurf) und vom 20. Februar 2015 (zur Stellungnahme des Bundesrats)¹ verweisen.

I. Thesenhafte Zusammenfassung

1. Die Erleichterungen nach § 2a Abs. 1 VermAnlG-E sollten nicht nur für partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen“, sondern für alle Vermögensanlagen, jedenfalls aber zusätzlich für Stille Beteiligungen gelten (unten III.1).

¹ Jeweils online verfügbar unter <http://www.germancrowdfunding.net/regulierung/>.

2. Die Gesamt-Emissions-Schwelle (§ 2a Abs. 1 VermAnlG-E) sollte auf EUR 5 Mio. angehoben werden (unten III.2.a).
3. Für die Investments von nicht-natürlichen Personen sollten keine individuellen Schwellenwerte (§ 2a Abs. 3 VermAnlG-E) gelten. Die Schwellenwerte für Verbraucher sollten an die persönlichen Verhältnisse angepasst werden (unten III.2.b).
4. Die Prüfungspflicht hinsichtlich der Einhaltung der Schwellenwerte sollte unmittelbar als Tatbestandsvoraussetzung von § 2a Abs. 3 VermAnlG-E ausgestaltet werden (unten III.2.d).
5. Eigenkapital-Vermögensanlagen sollten vom Kombinationsverbot des § 2a Abs. 4 VermAnlG-E ausgenommen sein (unten III.3).
6. Bei der Bestätigung der Kenntnisnahme des Vermögensanlagen-Informationenblatts (§ 15 Abs. 3 VermAnlG-E) sollte ein Medienbruch vermieden werden (unten IV.).
7. Die Werbebeschränkungen (§ 12 Abs. 1 VermAnlG-E) sollten für Soziale Medien im Internet aufgehoben werden. Jedenfalls sollte Werbung im Internet zulässig sein, wenn sie keine konkreten Renditeversprechen oder -aussichten enthält (unten V.).
8. Die Auswirkungen des Gesetzgebungsvorhabens auf Crowdfunding sollten grundlegend überprüft werden und es sollte gesetzlich klargestellt werden, dass Darlehen, die im Zeitpunkt ihrer Ausreichung nicht als Vermögensanlagen anzusehen sind, durch ein späteres öffentliches Kaufangebot oder eine spätere Abtretung nicht zu Vermögensanlagen werden können (unten VI.1).
9. Die geplante Generalklausel des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG-E („sonstige Anlagen“) sollte vor dem Hintergrund des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots auf ihre Verfassungsmäßigkeit überprüft werden (unten VI.2).

II. Vorbemerkung: Internetgestützte bankenunabhängige Finanzierung

Die bankenunabhängige Finanzierung über Internetplattformen ist ein relativ junges Phänomen. Internet-Finanzierungsplattformen sind ein neuartiger Typus Finanzintermediär, der je nach Marktumfeld und Finanzierungssituation ein spezifisches ökonomisches Funktionsprofil ausprägt. Das bestehende, an etablierten Intermediärs-Geschäftsmodellen orientierte aufsichtsrechtliche System sieht hierfür bisher keine spezifischen Regeln vor.

Die internetgestützte bankenunabhängige Finanzierung bietet aus volkswirtschaftlicher Sicht große Chancen. Es zeigt sich, dass durch die Tätigkeit spezialisierter Intermediäre mit automatisierten Prozessen und standardisierten Dokumenten Transaktionskosten verringert werden können. In Marktnischen, in denen bisher Marktversagen herrschte oder die Kleinanlegern nicht zugänglich waren, stellt sich eine Verbesserung der volkswirtschaftlichen Ressourcenallokation ein. Dies betrifft längst nicht mehr vorwiegend Start-up-Finanzierung, sondern zunehmend auch etwa Nachhaltigkeitsprojekte, Mittelstandsfinanzierung, Forschung und Entwicklung, Soziales Unternehmertum und Immobilien-Investments. Finanzierungs-Plattformen haben ein Eigeninteresse am Schutz ihrer Reputation und wirken dadurch als „Gatekeeper“ für die angebotenen Finanzierungsprojekte.

Nicht zuletzt kann die Finanzstabilität gesteigert werden, indem nicht große, selbst risikotragende Finanzintermediäre oder Kapitalsammelstellen Finanzierungsaufgaben übernehmen, sondern diese stattdessen durch internetgestützte Vermittlung zwischen privaten Kapitalgebern und Kapitalnehmern organisiert werden. Denn eine solche Vermittlungstätigkeit führt zu einer Vielzahl von verhältnismäßig kleinen, transparenten und wenig korrelierten Risikopositionen. Hierdurch werden Stabilitätsrisiken und Ansteckungsgefahren verringert, die aus ansonsten entstehenden intransparenten Risikoakkumulationen resultieren können. In einem so organisierten Finanzsystem spielt das Problem, das mit dem Schlagwort „Too Big to Fail“ umschrieben wird, eine geringere Rolle.

Damit diese volkswirtschaftlichen Potentiale gehoben werden können, sollte eine Regulierung umgesetzt werden, die die spezifischen Funktionen und Risiken der Tätigkeit der neuen Intermediäre berücksichtigt und die gleichzeitig für die Marktparteien und Plattformen nicht zu einer prohibitiv hohen Kostenbelastung führt².

Mit dem vorliegenden Gesetzgebungsvorhaben wird nicht der Versuch unternommen, in Deutschland ein in sich geschlossenes Regulierungskonzept für internetgestützte Finanzierung zu implementieren. Stattdessen werden einzelne Aspekte, die bei der internetgestützten Finanzierung eine Rolle spielen, aus einem anderen Regulierungsanlass heraus neuen Regeln unterworfen. Die dabei vorgeschlagenen Lösungen bieten im Einzelfall, wie im Folgenden auszuführen ist, Anlass zu Kritik.

² Vgl. zum Ganzen etwa die Mitteilung der Europäischen Kommission zur „Freisetzung des Potentials von Crowdfunding in der europäischen Union“ vom 27. März 2014 (COM(2014) 172 final) („vielversprechende Finanzierungsquelle“, „Beitrag zur Schaffung einer pluralistischen und widerstandsfähigen sozialen Marktwirtschaft“); vgl. auch European Securities and Markets Authority (ESMA), Opinion on Investment-based crowdfunding vom 18. Dezember 2014 (ESMA/2014/1378).

Vorauszuschicken ist, dass – gerade vor dem Hintergrund der Harmonisierungsbestrebungen auf europäischer Ebene – für den Bereich der internetgestützten Finanzierung die angedachte zeitnahe Evaluierung und Anpassung der regulatorischen Rahmenbedingungen in jedem Fall durchgeführt werden sollte, um der raschen Entwicklung der jungen Branche Rechnung tragen zu können.

III. Tatbestandliche Voraussetzungen der Befreiungen für Schwarmfinanzierungen (§ 2a VermAnIG-E)

1. Begrenzung der zulässigen Beteiligungsformen auf partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen“ (§ 2a Abs. 1 VermAnIG-E)

Im Vermögensanlagengesetz (VermAnIG) in der Fassung des Regierungsentwurfs soll der Begriff der Vermögensanlage auf partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln, sofern die Annahme der Gelder nicht bereits als Einlagengeschäft ... zu qualifizieren ist“ ausgeweitet werden (§ 1 Abs. 2 VermAnIG-E).

Die Privilegierungen, die nach dem geplanten § 2a VermAnIG-E für Schwarmfinanzierungen gewährt werden, sollen nach dem Entwurf ebenfalls auf diese Beteiligungsformen beschränkt werden. Diese Einschränkung ist sachlich nicht geboten und im Verbraucherschutzinteresse, aber auch mit Blick auf die Kapitalnehmer kontraproduktiv. Die Regierungsbegründung erläutert nicht, wieso die Einschränkung vorgenommen werden soll. Gerade im Verbraucherschutzinteresse erscheint es geboten, die Finanzierungs-Plattformen nicht auf bestimmte Finanzierungsinstrumente festzulegen, die möglicherweise für die jeweilige konkrete Finanzierungssituation nicht gut geeignet sind. Vielmehr wäre wünschenswert, dass die Marktteilnehmer und Plattformen sich der gesamten Bandbreite der Finanzierungsformen bedienen können, um in verschiedenen Finanzierungssituationen einen guten Interessenausgleich darstellen zu können.

Insoweit erscheint insbesondere nicht sachgerecht, dass gerade diejenigen Finanzierungsformen privilegiert werden, die gesetzlich am wenigsten geregelt sind. Demgegenüber werden etwa echte Eigenkapitalbeteiligungen oder die in den §§ 230 ff. Handelsgesetzbuch (HGB) geregelten Stillen Beteiligungen nicht in den Bereich der Crowdfunding-Ausnahme einbezogen. Bei Stillen Beteiligungen handelt es sich um ein im Unternehmensfinanzierungsbereich etabliertes und in vielen Situ-

ationen interessengerechtes Instrument. Zumindest auf Stille Beteiligungen sollte die Bereichsausnahme ausgeweitet werden, da sie – anders als Nachrangdarlehen, die stets eine Festzinskomponente vorsehen müssen – genutzt werden können, um Unternehmen bilanzielles Eigenkapital im Sinne des HGB zuzuführen, und gleichzeitig Investoren eine bessere Rechtsstellung bieten als Nachrangdarlehen.

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

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

2. Schwellenwerte für Einzel-Investments und Gesamt-Emission (§ 2a Abs. 1, 3 VermAnIG-E)

Nach dem Regierungsentwurf soll pro Anleger und Emission eine Investment-Grenze von grundsätzlich EUR 1.000 gelten, damit die Erleichterungen für Schwarmfinanzierungen anwendbar sind (§ 2a Abs. 3 VermAnIG-E). Unter zusätzlichen Voraussetzungen sollen Einzel-Investments von bis zu EUR 10.000 möglich sein. Hierzu muss der Anleger gegenüber der Plattform in Form einer Selbstauskunft nachweisen, dass er entweder über ein frei verfügbares Vermögen in Höhe von mindestens EUR 100.000 verfügt oder dass sein Investment nicht den zweifachen Betrag seines durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens übersteigt. Der Verkaufspreis sämtlicher angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten soll die Schwelle von maximal einer Million Euro nicht übersteigen dürfen.

Diese Schwellenwerte erscheinen sowohl mit Blick auf den Finanzierungsbedarf der Kapitalnehmer als auch mit Blick auf den Schutz der Investoren und auf eine nachhaltig gesunde Entwicklung der jungen Branche als zu niedrig angesetzt.

a. Gesamt-Emissions-Schwelle (§ 2a Abs. 1 VermAnIG-E)

Die Gesamt-Emissions-Schwelle für eine prospektfreie Schwarmfinanzierung sollte EUR 5 Mio. betragen. Dies steht in Einklang mit den Forderungen verschiedener Verbände und mit der Rechtslage in anderen EU-Staaten, insbesondere in Großbritannien (zu deren marktstarken Plattformen die deutsche Branche zunehmend in

Wettbewerb steht) und Italien. Auch der Bundesrat hat empfohlen, zu prüfen, ob der Schwellenwert anzuheben ist³.

Der Schwellenwert von EUR 5 Mio. ist außerdem – anders als die derzeit geplante Schwelle von EUR 1 Mio., die willkürlich gewählt erscheint⁴ – ökonomisch veranlasst bzw. begründet: Die fixen Transaktionskosten, die mit einer Prospektemission zwingend verbunden sind, liegen im mittleren bis oberen fünfstelligen Bereich. Die Empirie zeigt, dass Emittenten diese Kosten nur auf sich nehmen können, wenn das Emissionsvolumen mindestens im mittleren bis oberen siebenstelligen Bereich liegt. Als Ergebnis dieses ökonomischen Realexperiments kann konstatiert werden, dass im bestehenden gesetzlichen System Prospektemissionen mit Volumina unterhalb EUR 5 Mio. faktisch nicht stattfinden. Die mit einer Prospektemission verbundenen Transaktionskosten sind in diesem Bereich prohibitiv hoch.

Die damit derzeit bestehende Finanzierungs-Lücke (Marktversagensbereich), die zwischen den gesetzlichen Schwellen für prospektfreie Emissionen von EUR 100.000⁵ einerseits und dem ökonomisch gangbaren Volumen einer Prospektemission von mindestens EUR 5 Mio. andererseits klafft, könnte durch Schwarmfinanzierung geschlossen werden. Dies setzt aber voraus, dass der gesetzliche Schwellenwert auf EUR 5 Mio. erhöht wird⁶. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass die Initiative der Regierung zum „Markt 2.0“ (angedachtes neues Börsensegment für junge, wachstumsstarke Unternehmen) gescheitert zu sein scheint. Damit herrschen für junge Wachstumsunternehmen in Deutschland im internationalen Vergleich weiterhin extrem schwierige Finanzierungsbedingungen, was vielfach als gravierender Hemmschuh für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beklagt wird.

Der Aufwand für die Prospekterstellung fällt neben administrativem und koordinativem Aufwand vor allem für die rechtssichere Erhebung, Aufarbeitung und Darstellung der prospektrelevanten Informationen an. An der Höhe dieses Aufwands ließe sich auch durch eine denkbare Einführung eines „Prospektregimes Light“ im Kern nichts ändern. Denn die Prospekterstellung und die damit einhergehende Prospekthaftung haben in jeder derzeit geregelten oder diskutierten Ausgestaltung zum Ziel

³ Ziff. 5 der Stellungnahme des Bundesrates (BR-Drucks. 638/14, S. 5).

⁴ Vgl. Ziff. 3 der Stellungnahme des Bundesrates (BR-Drucks. 638/14, S. 4): „[nicht] ersichtlich, auf welcher Basis die Grenzbeträge ... ermittelt beziehungsweise festgelegt wurden“.

⁵ § 2 Nr. 3 lit. b) VermAnlG, § 3 Abs. 2 Nr. 5 WpPG.

⁶ Für eine Überprüfung der Schwellenwerte für prospektfreie Emissionen spricht sich auch ESMA aus, Opinion on Investment-based crowdfunding vom 18. Dezember 2014 (ESMA/2014/1378).

und zum Anspruch, sicherzustellen, dass dem Anleger diejenigen Informationen zur Verfügung gestellt werden, die für die Investitionsentscheidung erheblich sind. Hierfür ist aber eine entsprechende Auswahl der maßgeblichen Informationen zu treffen. Diese Aufgabe kann nur der Emittent übernehmen. Eine teilweise Entlastung der Emittenten von dieser Verantwortung, etwa durch eine gesetzgeberische Vorauswahl der bereitzustellenden Informationen, erweist sich in der Praxis als kaum gangbar. Denn die verschiedenen Emittenten, Finanzierungsformen, faktischen Situationen und wirtschaftlichen Risiken, die zu berücksichtigen wären, sind sehr unterschiedlich. Der Entwicklung eines „Baukastensystems“ sind natürliche Grenzen gesetzt (vgl. etwa die Schemata und Module in den 30 Anhängen der EU-Prospektverordnung⁷, die selbst bei diesem Umfang immer noch nur bestimmte, grundlegende Konstellationen abdecken).

Für eine Erhöhung des geplanten Schwellenwerts spricht weiterhin, dass die Kapitalnehmer in der Regel wenig Einfluss auf die Höhe ihres jeweiligen Kapitalbedarfs haben. Dieser richtet sich vielmehr nach den Kosten, die das konkret umzusetzende Projekt oder die unternehmerische Expansionsstrategie mit sich bringt. Diese lassen sich nicht an gesetzliche Schwellenwerte anpassen. Zur Illustration dieses Umstands findet sich in **Anlage 1** eine von der Plattform LeihDeinerStadtGeld GmbH, Mainz, erstellte Aufstellung mit Projekten verschiedener Stadtwerke, die jeweils Nachrangdarlehen als Instrument genutzt haben, um Bürger an Investitionen in erneuerbare Energien-Projekte zu beteiligen. Die dort genannten dreizehn Projekte hatten einen Finanzierungsbedarf von EUR 1,2 bis 12 Mio., der jeweils maßgeblich durch die Projekt-Umsetzungskosten bestimmt wurde (eine typische Windkraftanlage kostet nach Informationen von LeihDeinerStadtGeld im Schnitt rund EUR 3 Mio.). Jedes dieser Projekte hätte unter der Geltung des VermAnlG in der Fassung des Regierungsentwurfs nicht prospektfrei durchgeführt werden können und wäre damit mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht durchgeführt worden⁸, zumindest nicht in Form eines Bürgerbeteiligungsmodells⁹.

Kapitalnehmer haben zwei Möglichkeiten, auf rigide gesetzliche Schwellenwerte bei Schwarmfinanzierungen zu reagieren: Sie können einerseits den Projektumfang in

⁷ VO (EG) Nr. 809/2004 vom 29. April 2004, zuletzt geändert durch die Delegierte VO (EU) Nr. 759/2013 vom 30. April 2013.

⁸ Vgl. auch Ziff. 25 der Stellungnahme des Bundesrates (BR-Drucks. 638/14, S. 27) zur gebotenen Berücksichtigung der Interessen von Bürgerenergieprojekten.

⁹ Auch die geplante weitere Ausnahmeregelung in § 2b VermAnlG-E für soziale und gemeinnützige Projekte hilft insoweit nicht weiter, selbst wenn Emittenten im Einzelfall die dort geregelten Voraussetzungen erfüllen sollten, da diese an einen identischen Schwellenwert von EUR 1 Mio. gebunden ist.

wirtschaftlich unvernünftiger Weise reduzieren, was zur Unterkapitalisierung des Unternehmens oder Projekts führen kann und damit das Ausfallrisiko der Investoren erhöht. Andererseits können sie versuchen, andere Geldgeber zu finden, etwa aus dem Private Wealth- oder (semi-)institutionellen Bereich. Wenn dies erfolgreich ist, wird es häufig dazu führen, dass parallel zu dieser Finanzierung nicht noch eine zusätzliche Schwarmfinanzierung stattfindet, was den Kreis der interessanten Investmentgelegenheiten für Kleinanleger in ungesunder Weise verringert. Aber auch, wenn kapitalstarke Investoren gemeinsam mit Schwarm-Anlegern finanzieren, wird sich dies häufig ungünstig für die Kleinanleger auswirken. Denn es entsteht eine „Zwei-Klassen-Gesellschaft“ im Investorenkreis, wobei Kleinanleger in der Regel nicht zu identischen oder gar vorteilhafteren Konditionen investieren werden als kapitalstarke Investoren. Dies erscheint nicht als optimales Umfeld, um den mit dem Gesetz angestrebten Verbraucherschutz sicherzustellen. Besser wäre es, den Schwellenwert für das Gesamt-Emissionsvolumen zu erhöhen, um dadurch weiterhin Co-Investments zu identischen Konditionen zu ermöglichen.

Formulierungsvorschlag: „...wenn der Verkaufspreis sämtlicher ... Vermögensanlagen desselben Emittenten ~~eine Million~~ fünf Millionen Euro nicht übersteigt“.

b. Normadressaten und Schwellenwerte für Einzel-Investments (§ 2a Abs. 3 VermAnIG-E)

Gleichzeitig sollte es nicht-natürlichen Personen, Business Angels und (semi-)institutionellen Anlegern ermöglicht werden, schwellenwertungebunden zu gleichen Konditionen in die gleichen Projekte und Unternehmen zu investieren wie Kleinanleger. Der Gesetzeszweck – Sicherstellung des Verbraucherschutzes – gebietet es nicht, diese Personenkreise in den Anwendungsbereich der Individual-Schwellenwerte einzubeziehen. Es fehlt an einer vergleichbaren Schutzwürdigkeit. Gleichzeitig würden Kleinanleger aus den genannten Gründen davon profitieren, dass kapitalstarke Ankerinvestoren zu gleichen Konditionen in identische Projekte investieren wie sie.

Hinzu kommt, dass kapitalstarke Investoren naturgemäß einen stark überproportionalen Teil einer Finanzierung ausmachen. Sie tragen damit maßgeblich zum Erfolg von Finanzierungsprojekten bei (zu konkreten Zahlen zu Durchschnitts-Investmentgrößen und der Zusammensetzung des Investorenkreises vgl. **Anlage 2**¹⁰). Kapitalstarke Investoren haben eine höhere Risikotragfähigkeit als Kleinan-

¹⁰ GCN-Stellungnahme „Kleinanlegerschutzgesetz: Fakten zur Begrenzung des maximalen Einzelinvestment pro Investor“ vom 27. Februar 2015, online verfügbar unter

leger und hinterfragen aufgrund ihres höheren wirtschaftlichen Interesses die Finanzierungsprojekte kritischer und intensiver. Häufig profitieren auch die Kleinanleger von diesem durch Ankerinvestoren vorangetriebenen Prüfungsprozess, wenn dieser nämlich – wie in aller Regel – für alle Investoren sichtbar in Form eines Frage- und Antwort-Prozesses auf der Plattform stattfindet.

Darüber hinaus sollten, wie vom Bundesrat gefordert¹¹, die Schwellenwerte auch für Verbraucher an die persönlichen Verhältnisse angepasst werden. Ein Verbraucher, der ein besonders hohes Nettoeinkommen oder ein besonders hohes Vermögen hat, muss mehr investieren dürfen. Eine relative Beschränkung ist als Schutzmechanismus für Verbraucher vollkommen ausreichend. Ein absoluter Schwellenwert ist aus den genannten Gründen nicht sinnvoll.

Formulierungsvorschlag: „...die von einem Anleger, bei dem es sich um eine natürliche Person handelt, erworben werden können, folgende Beträge nicht übersteigt:

1. 1 000 Euro, oder

2. ein Zehntel des frei verfügbaren Vermögens des jeweiligen Anlegers in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, oder

3. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10 000 Euro.“

c. Rechtslage in anderen EU-Staaten

Der Bundesrat hat empfohlen, in Bezug auf die Schwellenwerte ein europaweites Benchmarking zu erstellen¹². In diesem Zusammenhang weist das German Crowdfunding Network (GCN) auf die bestehenden Regelungen in den folgenden EU-Ländern hin¹³:

<http://www.germancrowdfunding.net/2015/02/kleinanlegerschutzgesetz-fakten-zur-begrenzung-des-maximalen-einzelinvestment-pro-investor/>.

¹¹ Ziff. 7 der Stellungnahme des Bundesrates (BR-Drucks. 638/14, S. 8).

¹² Ziff. 3 der Stellungnahme des Bundesrates (BR-Drucks. 638/14, S. 4).

¹³ Stellungnahme vom 20. Februar 2015 (zur Stellungnahme des Bundesrats), S. 1.

- Großbritannien: Ausnahme von der Prospekt-Richtlinie: EUR 5 Mio., maximales Einzelinvestment pro Person: 10% des Vermögens
- Italien: Ausnahme von der Prospekt-Richtlinie: EUR 5 Mio., kein maximales Einzelinvestment
- Niederlande: Ausnahme von der Prospekt-Richtlinie: EUR 2,5 Mio., maximales Einzelinvestment: 20.000 Euro pro Person pro Jahr (wobei die niederländische Regierung angekündigt hat, diese Schwelle aufzuheben)
- Finnland: Ausnahme von der Prospekt-Richtlinie: EUR 1,5 Mio., kein maximales Einzelinvestment

d. Prüfungspflicht hinsichtlich der Schwellenwerte als Tatbestandsvoraussetzung der Befreiung (§ 2a Abs. 3 VermAnlG-E)

Der Regierungsentwurf knüpft die Inanspruchnahme der gesetzlichen Privilegierungen für Schwarmfinanzierungen daran, dass Plattformen „durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet“ sind, „zu prüfen“, ob die für die Einzel-Investments maßgeblichen Schwellenwerte eingehalten werden (§ 2a Abs. 3 VermAnlG-E). Für diejenigen Plattformen, bei denen es sich im neuen gesetzlichen System um Wertpapierdienstleistungsunternehmen handeln wird, soll eine entsprechende Verpflichtung in den neu geschaffenen § 31 Abs. 5a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) aufgenommen werden¹⁴. Dies wird aber voraussichtlich nur eine geringe Anzahl Plattformen betreffen.

Es steht daher zu erwarten, dass zusätzlich eine gleichlautende Ergänzung der Finanzanlagenvermittlungsverordnung erfolgen wird, die für Plattformen im Status des § 34f GewO (heute teilweise noch § 34c GewO) gilt, also für die überwiegende Mehrzahl der Plattformen¹⁵. Falls diese Ergänzung nicht vorgenommen wird, stünde Plattformen, die keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des WpHG sind, nach der derzeitigen Entwurfsfassung der Weg in die Crowdfunding-Privilegierung des § 2a VermAnlG-E nicht offen. Diese Folge kann gesetzgeberisch nicht intendiert sein.

In Einklang mit der Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) sollte daher erwogen werden, das Erfordernis der Prüfung der Schwellenwerte in das

¹⁴ Art. 3 Nr. 6 lit. a RegE.

¹⁵ Diese fallen aufgrund ihres Aktivitätsprofils unter § 2a Abs. 1 Nr. 7 lit. e WpHG und gelten damit nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

VermAnIG selbst zu verlagern. Dies wäre eine rein regelungstechnische, keine inhaltliche Änderung, die bereits für sich genommen sicherstellen würde, dass auch die Plattformen, die der Gewerbeordnung unterliegen, von den Erleichterungen für Schwarmfinanzierungen profitieren können.

Formulierungsvorschlag: „...über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden, die ~~durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet ist, zu prüfen~~ bei der Vermittlung prüft, ob der Gesamtbetrag...“

3. Rechtsunsicherheit hinsichtlich der Eingrenzung der Reichweite der Befreiungen durch § 2a Abs. 4 VermAnIG-E

Nach dem geplanten § 2a Abs. 4 VermAnIG-E soll die Befreiung für Schwarmfinanzierungen unter anderem nicht in Anspruch genommen werden können, wenn der Emittent zuvor gemäß den (bereits bestehenden) Prospektbefreiungen des § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 VermAnIG Vermögenanlagen anbietet oder angeboten hat und diese „nicht vollständig getilgt“ sind. Die Begründung führt hierzu aus, hierdurch solle eine Kombination der verschiedenen Befreiungstatbestände vermieden werden. Für das Verständnis des Erfordernisses der Resttilgung verweist die Begründung auf die neue Vorschrift des § 10a Abs. 1 S. 2 VermAnIG-E, wonach maßgeblich sein soll, dass „die Hauptforderung sowie alle Nebenleistungen gezahlt sind“.

Unter anderem an dieser Stelle zeigt sich deutlich, dass der Entwurf infolge des Regulierungsanlasses stark vom gedanklichen Leitbild der Fremdkapital-Vermögensanlage geprägt ist, gleichwohl aber auch gesellschaftsrechtliche Regelungen überlagert, die für Eigenkapitalbeteiligungen gelten¹⁶. Dies wirkt nicht nur aus dogmatischer Sicht Fragen auf, sondern führt auch zu erheblicher Rechtsunsicherheit:

Es liegt in der Natur von echten Eigenkapitalbeteiligungen wie etwa Anteilen an GmbH und Personengesellschaften, die nach § 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnIG Vermögenanlagen sind, dass eine „Tilgung“ gerade nicht geschuldet ist. Vielmehr verbleibt das Eigenkapital dauerhaft im Unternehmen; der Gesellschafter erhält anstelle eines schuldrechtlichen Rückzahlungsanspruchs unter anderem einen gesellschaftsrechtlichen Anspruch auf einen Anteil am Liquidationserlös.

¹⁶ Plastisch zu dieser Problematik etwa auch Ziff. 2 der Stellungnahme des Bundesrates (BR-Drucks. 638/14, S. 3) (Einführung einer Mindestlaufzeit für Gesellschaftsanteile durch eine kapitalmarktrechtliche Regelung?).

Nach der geplanten Regelung müsste demnach offenbar künftig bei jeder geplanten Schwarmfinanzierung durch eine GmbH oder Personenhandelsgesellschaft geprüft werden, ob zuvor einmal Eigenkapital des Emittenten in einer Weise platziert worden ist, die als öffentliches Angebot gedeutet werden kann, für das (lediglich) die Prospektbefreiungen des § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 VermAnlG galten. Die aufsichtsrechtliche Praxis ist dabei von einer sehr weiten Auslegung des Begriffs des öffentlichen Angebots geprägt, sodass dies letztlich auf eine Vielzahl von GmbH und Personengesellschaften zutreffen würde. Da eine „Tilgung“ des Eigenkapitals vor Ausscheiden aller betreffenden Gesellschafter oder Liquidation der Gesellschaft nicht denkbar ist, wäre diesen Emittenten auf dieser Grundlage der Weg der Schwarmfinanzierung versperrt.

Dies ist gerade im Verbraucherschutzinteresse kein sachgerechtes Ergebnis. Denn die parallele, vor- oder nachgelagerte Aufnahme von (nachrangigem, haftendem) Eigenkapital durch den Emittenten stellt aus Sicht von Investoren in Fremdkapitalvermögensanlagen keinen Nachteil, sondern einen wirtschaftlichen Vorteil dar.

Die erhebliche Rechtsunsicherheit, die durch diese geplante Regelung für die Praxis entstehen würde, ließe sich vermeiden, indem in § 2a Abs. 4 VermAnlG-E klargestellt wird, dass nur Vermögensanlagen gemeint sind, bei denen es sich nicht um wirtschaftliches Eigenkapital des Emittenten handelt.

Formulierungsvorschlag: „...solange eine Vermögensanlage des Emittenten, bei der es sich nicht um Eigenkapital im Sinne des Handelsgesetzbuchs handelt, nach § 2 Absatz 1...“.

Ähnliche Probleme stellen sich auch außerhalb des Bereichs der Schwarmfinanzierungen. So soll durch § 11a VermAnlG-E der Emittent einer Vermögensanlage auch nach Beendigung des öffentlichen Angebots bis zur „vollständigen Tilgung“ der Vermögensanlage verpflichtet werden, jede Tatsache, die sich auf ihn oder die von ihm emittierte Vermögensanlage unmittelbar bezieht und nicht öffentlich bekannt ist, unverzüglich zu veröffentlichen, wenn die Tatsache „geeignet ist“, die Fähigkeit des Emittenten „zur Erfüllung seiner Verpflichtungen gegenüber dem Anleger erheblich zu beeinträchtigen“. Diese Regelung, die ersichtlich ebenfalls eine fremdkapitalförmige Vermögensanlage vor Augen hat¹⁷, könnte so ausgelegt werden, dass sie bei echten Eigenkapitalbeteiligungen, die öffentlich angeboten werden, zu einer dauerhaften Publizitätspflicht führt. Diese würde strukturell der ad-hoc-Publizität nach §§ 13, 15 WpHG ähneln und Emittenten vor ähnlich schwierige Probleme bei der

¹⁷ Vgl. hierzu auch S. 45 Begr RegE, wo der Begriff „Restlaufzeit“ verwendet wird.

Entscheidung stellen, wann genau eine entsprechende Mitteilung erforderlich ist. Eine solche Publizitätspflicht würde damit, wenn es dabei bleibt, eine Hürde für Eigenkapitalemissionen von operativ tätigen Unternehmen darstellen, die sich gerade nicht für den Gang an den Kapitalmarkt entschieden haben.

IV. Rechtsfolgen des Eingreifens der Befreiungen für Schwarmfinanzierungen (§ 2a VermAnIG-E): § 15 Abs. 3 VermAnIG-E – Vermeidung eines Medienbruchs beim Vermögensanlagen-Informationsblatt

Auch bei prospektbefreiten Schwarmfinanzierungen soll in Zukunft eine Pflicht zur Erstellung und Bereitstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts („VIB“) bestehen, soweit das Investment des jeweiligen Anlegers 250 Euro übersteigt. Das VIB soll vom Anleger auszudrucken und unterschrieben zurückzusenden sein, was auch per Telefax oder per Scan und E-Mail erfolgen könne (§ 15 Abs. 1, 3, § 2a Abs. 2 S. 2 VermAnIG-E). Unterbleibt dies, soll dem Anleger ein unbefristetes Rückabwicklungsrecht zustehen (§ 22 Abs. 4a Nr. 1, 3 VermAnIG-E).

Eine rein elektronische Bestätigung der Kenntnisnahme des VIB im Rahmen des Plattform-Prozesses sieht der Entwurf demgegenüber nicht vor, was bei Schwarmfinanzierungen aufgrund der Vielzahl der Beteiligungen zu erheblichem zusätzlichem bürokratischem Aufwand und entsprechenden Transaktionskosten führen wird. Um – wie auch vom Bundesrat gefordert¹⁸ – diesen unnötigen Medienbruch zu vermeiden, sollte in Einklang mit der Forderung des GCN die Möglichkeit einer elektronischen Bestätigung vorgesehen werden, etwa indem der Anleger im Internet aktiv Datum, Ort, Vor- und Familiennamen eintippt und dadurch das VIB bestätigt. Dies schützt den Anleger – dem im Übrigen bei Schwarmfinanzierungen, bei denen es sich durchweg um Fernabsatzverträge handelt, generell ein zweiwöchiges Widerrufsrecht zusteht – genauso gut vor Übereilung wie die vorgeschlagene gesetzliche Regelung.

Formulierungsvorschlag: „Der Erhalt und die Kenntnisnahme des Vermögensanlagen-Informationsblatts sind vom Anleger vor Vertragsschluss unter Nennung von Ort und Datum ~~durch seine Unterschrift~~ mit Vor- und Familiennamen ~~auf dem Vermögensanlagen-Informationsblatt~~ zu bestätigen.“

¹⁸ Ziff. 16 der Stellungnahme des Bundesrates (BR-Drucks. 638/14, S. 18).

V. Werbebeschränkungen (§ 12 Abs. 1 VermAnIG-E)

Nach dem geplanten Werbeverbot in § 12 VermAnIG-E, das für alle Vermögensanlagen und auch für den Bereich der Schwarmfinanzierung gelten soll, soll Werbung für Vermögensanlagen in der Presse zwar weiterhin uneingeschränkt zulässig sein. In elektronischen Medien soll solche Werbung aber auf Medien beschränkt werden, „deren Schwerpunkt zumindest gelegentlich auch auf der Darstellung von wirtschaftlichen Sachverhalten liegt“. Außerdem muss die Werbung „im Zusammenhang mit einer solchen Darstellung platziert“ werden und bestimmte inhaltliche Vorgaben einhalten sowie Hinweise enthalten, die an Tabakwerbung angelehnt sind (§ 12 Abs. 2 bis 4 VermAnIG-E).

Diese Regelung stellt eine sehr strenge Restriktion der Bewerbung von Schwarmfinanzierungen im Internet dar, die sich auf die Branche gravierend auswirken kann. Die Anwendung der sehr offen gefassten Regelungen wird in der Praxis mit Abgrenzungsschwierigkeiten und hoher Rechtsunsicherheit verbunden sein.

Zudem ist ein Grund für die sachliche Ungleichbehandlung von Werbung in der Presse und in Sozialen Medien nicht ersichtlich. Auch Soziale Medien werden durch die Pressefreiheit grundrechtlich geschützt, soweit über sie nicht ausschließlich Individualkommunikation stattfindet¹⁹.

Die Werbebeschränkung sollte daher auch für den Bereich der Sozialen Medien aufgehoben²⁰ oder – in Einklang mit den Forderungen des GCN – zumindest auf Fälle beschränkt werden, in denen konkrete Renditeversprechen oder Renditeaussagen gemacht werden. Erst diese begründen die Gefahr einer Anlockung oder Irreführung von Verbrauchern.

Formulierungsvorschlag: „...nur bewerben, wenn
1. die Werbung in der Presse oder in Sozialen Medien im Internet erfolgt, ...“

Alternative: „...nur bewerben, wenn
1. die Werbung in der Presse erfolgt,
2. die Werbung im Internet erfolgt, ohne dass sie konkrete Renditeversprechen oder -aussichten enthält,
3. die Werbung in sonstigen Medien erfolgt...“

¹⁹ Vgl. etwa *Fink*, in: Spindler/Schuster, Recht der elektronischen Medien, 3. Aufl. 2015, Allgemeines – C. Verfassungsrecht, Rn. 32 m.w.N.

²⁰ So auch Ziff. 3 der Stellungnahme des Bundesrates (BR-Drucks. 638/14, S. 4).

VI. Konsequenzen der Ausweitung des Begriffs der Vermögensanlage (§ 1 Abs. 2 VermAnlG-E) auf „sonstige Anlagen“

Wie bereits oben²¹ dargestellt, soll der Begriff der Vermögensanlage auf „sonstige Anlagen“ ausgeweitet werden, „die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln, sofern die Annahme der Gelder nicht bereits als Einlagengeschäft ... zu qualifizieren ist“ (§ 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG-E).

1. Derzeit unklare Auswirkungen auf Crowdlending

Das Crowdlending (Peer-to-Peer-Lending), also der Verkauf und die Abtretung von (Teil-)Darlehen, die ursprünglich von einer Vollbank ausgereicht worden sind, in Form eines öffentlichen Angebots soll nach der Begründung des Entwurfs²² von der Neuregelung nicht erfasst sein. Hierzu führt die Begründung zunächst – aus kapitalmarktrechtlich-dogmatischer Sicht überraschend – aus, die Teilbeträge der Darlehen, die durch Forderungskaufverträge angeboten würden, unterfielen im Moment der Veräußerung der neuen Regelung des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG-E („sonstige Anlagen“), seien also als Vermögensanlagen zu qualifizieren. Insbesondere finde ein öffentliches Angebot statt; auch stelle der zugrunde liegende Forderungsverkauf – anders als die ursprüngliche Ausreichung der Darlehen – kein Einlagengeschäft dar.

Die von einer Vollbank ausgereichten Darlehen, bei denen es sich ursprünglich nicht um Vermögensanlagen handelt, sollen also nach der Entwurfsbegründung allein aufgrund des Vorgangs des öffentlichen Angebots und der Veräußerung ihren rechtlichen Charakter ändern und zu Vermögensanlagen werden – eine Schlussfolgerung, die sich aus der Lektüre des Gesetzestexts nicht unmittelbar erschließt. Dass ein Finanzinstrument dadurch seinen kapitalmarktrechtlichen Charakter wechselt, dass es verkauft wird, ist – soweit ersichtlich – ein kapitalmarktrechtliches Novum, das jedenfalls eines Niederschlags im Gesetzestext selbst und nicht lediglich in der Begründung bedürfte und aus dem sich schwierige Folgeprobleme ergeben (hierzu noch sogleich).

Im Ergebnis, so die Gesetzesbegründung weiter, gelte aber für die abgetretenen Teil-Darlehensforderungen eine Ausnahme von der Prospektpflicht nach § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 lit. d VermAnlG, wenn sie von einem Kreditinstitut dauerhaft und wieder-

²¹ Ziff. III.1.

²² Dort S. 39.

holt angeboten würden (obwohl, nebenbei bemerkt, diese Ausnahmeregelung ersichtlich davon ausgeht, dass das Kreditinstitut als Emittent und nicht als Verkäufer einer Vermögensanlage auftritt). Crowdlending sei damit weiterhin prospektfrei möglich.

Die hierin zum Ausdruck kommende Rechtsauffassung wirft für die Praxis des Crowdlending schwierige Fragen auf. Denn häufig werden die Darlehen nicht direkt von der Bank an Investoren verkauft, sondern in einem Zwischenschritt zunächst an eine Zwischengesellschaft (SPV) ohne Banklizenz abgetreten, die dann ihrerseits das öffentliche Angebot an Kleinanleger macht. Diese Struktur, die für die Anleger nicht mit Nachteilen verbunden ist, ist dem bestehenden aufsichtsrechtlichen System geschuldet, das für Crowdlending keine spezifischen Regeln vorsieht. Eine Abwicklung des Lendings ohne SPV ist in diesem System in vielen Fällen²³ entweder nur mit komplexen gesellschaftsrechtlichen Strukturen und Vertragswerken und damit zu hohen Transaktionskosten möglich oder würde auch bei Kleinst-Investments zum aufsichtsrechtlichen Erfordernis einer aufwändigen geldwäscherechtlichen Prüfung des Investors²⁴ führen.

Bei Einbindung eines SPV ohne Banklizenz greift die Befreiung nach § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 lit. d VermAnlG nicht ein. Diese Strukturierung, die derzeit von den meisten größeren Crowdlending-Plattformen in Deutschland genutzt wird, um die Abwicklung kosteneffizienter zu gestalten, wird also in Zukunft – wenn es bei der geplanten Regelung bleibt – in dieser Form nicht mehr möglich sein. Die dann anfallenden höheren Transaktionskosten würden sich, insbesondere im bestehenden Zinsumfeld, deutlich nachteilig auf das Geschäftsmodell der Plattformen auswirken.

Auch eine – gesetzgeberisch offenbar ohnehin nicht intendierte – Abwicklung des Crowdlendings unter Beteiligung eines SPV gemäß dem neuen, für Schwarmfinanzierungen vorgesehenen Tatbestand des § 2a VermAnlG-E würde schwierige Fragen aufwerfen. So ist auf Grundlage des Entwurfstextes und der Begründung bereits unklar, wer bei einem Finanzinstrument, das durch Abtretung seinen kapitalmarktrechtlichen Charakter wandeln soll, als Emittent anzusehen ist: Der Darlehensnehmer, wie eigentlich anzunehmen wäre – oder derjenige, der das Ver-

²³ Dies ist insbesondere von Transaktionsmodell und Leistungsumfang/Dienstleistungsprofil der Plattform sowie von der Aufgabenteilung zwischen Plattform und Partnerbank abhängig. Letztere wird unter anderem durch einen aufsichtsrechtlichen Auslagerungsvertrag (§ 25b KWG) geregelt, der der Prüfung der Bankenaufsicht unterliegt.

²⁴ Dies ist immer dann der Fall, wenn die Einbindung der Bank nach der Aufgabenteilung zwischen Plattform und Bank aufsichtsrechtlich als Begründung einer Geschäftsbeziehung zum Investor im Sinne von § 3 Abs. 2 Nr. 1, § 1 Abs. 3 Geldwäschegesetz zu werten ist.

kaufsangebot macht, also in diesem Fall das SPV, wie es die Ausführungen in der Begründung nahe legen? Im letztgenannten Fall wäre die Begrenzung auf EUR 1.000.000 (oder auch auf die vorgeschlagenen EUR 5.000.000) deutlich zu gering, um im Rahmen von Crowdlending praktikable Strukturierungsmöglichkeiten und lebensfähige Geschäftsmodelle zu eröffnen.

Hinzu kommt, dass die Investoren beim Crowdlending bereits *de lege lata* dadurch geschützt sind, dass die Partnerbank einen aufsichtsrechtlich geregelten Kreditvergabeprozess durchlaufen muss, bevor das Darlehen an den Darlehensnehmer ausgereicht werden kann. Dieser Prozess darf nur unter bestimmten Voraussetzungen und nur in bestimmtem Umfang auf die Plattform übertragen werden, wobei Handlungen der Plattform aufsichtsrechtlich der Partnerbank zugerechnet werden und das gesamte Konstrukt der Prüfung der Bankenaufsicht unterliegt²⁵.

Es wäre nach alledem höchst wünschenswert, dass gesetzlich klargestellt wird, dass Darlehen, die im Zeitpunkt ihrer Ausreichung nicht als Vermögensanlagen anzusehen sind, durch ein späteres öffentliches Kaufangebot oder eine spätere Abtretung nicht zu Vermögensanlagen werden können. Ansonsten würden erhebliche Rechtsunsicherheiten für die Praxis des Crowdlending entstehen, das in Deutschland immerhin seit 2008 erfolgreich und ohne Probleme betrieben wird und das in anderen Ländern bereits dabei ist, gesamtwirtschaftliche Bedeutung als alternative Finanzierungsform zu erlangen.

2. Verfassungsrechtliche Bedenken mit Blick auf die geringe Bestimmtheit der geplanten Generalklausel und die Strafbewehrung der Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen ohne Erlaubnis (§ 54 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. § 32 Abs. 1 S. 1, § 1 Abs. 1, 1a, 11 Nr. 2 KWG, § 1 Abs. 2 VermAnlG-E)

Seit Juni 2012²⁶ sind Vermögensanlagen nach Vermögensanlagengesetz gesetzlich Finanzinstrumente im Sinne des Kreditwesengesetzes (KWG) und des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG). Die Erbringung bestimmter, in diesen Gesetzen näher beschriebener Dienstleistungen mit Blick auf Finanzinstrumente ist bankaufsichtsrechtlich reguliert. Sie bedarf gegebenenfalls insbesondere einer Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 S. 1 KWG. Die Verletzung dieser Erlaubnispflicht ist strafbewehrt, wie sich aus der oben genannten Normenkette ergibt.

²⁵ Vgl. wiederum § 25b KWG.

²⁶ Änderung des § 1 Abs. 11 KWG und des § 2 Abs. 2b WpHG durch das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6.12.2011, BGBl. I, S. 2481 ff., 2491, 2492.

Bisher ist das bankaufsichtsrechtliche System durch konkrete und ausführliche, enumerativ beschreibende Kataloge der einzelnen bankaufsichtsrechtlich relevanten Vertragstypen und Tätigkeiten geprägt. Dies erscheint mit Blick auf die erforderliche Abgrenzung der hoheitlichen Befugnisse der Aufsichtsbehörden sowie mit Blick auf die erwähnte Strafdrohung auch verfassungsrechtlich geboten (Art. 103 Abs. 2 GG, Bestimmtheitsgebot).

Mit der geplanten Vorschrift des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG-E soll in dieses fein ausdifferenzierte aufsichtsrechtliche System eine Generalklausel eingefügt werden. Durch den geplanten Auffangtatbestand sollen ausweislich der Gesetzesbegründung „sämtliche wirtschaftlich vergleichbare Vermögensanlagen“ erfasst werden²⁷. Dies betrifft potentiell verschiedenste, im Vorhinein nicht eindeutig bestimmbare Vertragstypen, die auf einen Austausch von Barmitteln gerichtet sind, wie insbesondere nicht nachrangig ausgestaltete Darlehen, sobald sie – wie beim Crowdfunding – öffentlich angeboten werden²⁸, aber auch etwa Kaufverträge mit Rückkandienungsrecht bzw. Rückkaufoption, die für die im Regierungsentwurf erwähnten Direktinvestments in Sachgüter²⁹ genutzt werden. Vielfältige andere vertragliche Vereinbarungen, die der Generalklausel unterfallen würden, sind denkbar.

Konsequenz des Eingreifens des geplanten Tatbestands des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG-E ist nicht lediglich die Prospektpflicht nach VermAnlG, die (auch im Falle einer nicht schuldhaften, unbemerkten Verletzung) mit scharfen Haftungsfolgen bewehrt ist. Darüber hinaus greifen, wie dargelegt, je nach konkreter Tätigkeit eines Intermediärs gegebenenfalls weitreichende und strafbewehrte bankaufsichtsrechtliche Folgepflichten.

Verfassungsrechtlicher Maßstab für die Gestaltung einer Strafnorm ist vor dem Hintergrund des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots, dass jedermann durch den Wortlaut des Gesetzes erkennen können muss, welches Verhalten verboten und mit Strafe bedroht ist³⁰. Hierbei bestehen gegen die Verwendung von unbestimmten Rechtsbegriffen dann keine Bedenken, wenn sich mit Hilfe der üblichen Auslegungsmethoden, insbesondere durch Heranziehung anderer Vorschriften desselben Gesetzes, durch Berücksichtigung des Normenzusammenhangs oder durch die

²⁷ S. 38 f. Begr RegE.

²⁸ Oben VI.1.

²⁹ S. 39 Begr RegE.

³⁰ Vgl. z.B BVerfGE 41, 314.

Heranziehung einer gefestigten Rechtsprechung eine zuverlässige Grundlage für die Auslegung und Anwendung der Norm gewinnen lässt³¹.

Ob diese verfassungsrechtlichen Anforderungen mit Blick auf die geplante neue Regelung erfüllt sind, erscheint jedenfalls nicht zweifelsfrei. Eine gefestigte Rechtsprechung hierzu existiert naturgemäß noch nicht. Die Strafbarkeit eines bestimmten Verhaltens ergibt sich erst aus der Zusammenschau der o.g. Normen, die auf mehrere Gesetze verteilt sind, die aufgrund ihrer Komplexität jedes für sich genommen im Grunde nur für Experten zugänglich sind. Die nach der Regierungsbegründung für die Auslegung maßgebliche Frage, ob eine „wirtschaftliche Vergleichbarkeit“ (unter welchen Aspekten?) bestimmter Vereinbarungen mit den explizit erwähnten Vermögensanlagen (in welcher konkreten Ausgestaltung?) gegeben ist, ist im Kern eine offene Wertungsfrage. Der Gesetzgeber sollte vor diesem Hintergrund überdenken, ob die vorgeschlagene Generalklausel in der Fassung des Entwurfs Gesetz werden soll.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. iur. Tobias Riethmüller
Rechtsanwalt, Dipl.-Volkswirt

³¹ BVerfG, Beschluss vom 21. Juni 1977 - 2 BvR 308/77; BVerfGE 45, 363, 371 f.; BVerwG, Urt. vom 29. Februar 2012 - 9 C 8.11.

Auswahl an Stadtwerken mit Nachrangdarlehen zur Bürgerbeteiligung an erneuerbare Energien-Projekten

Stadtwerke Klingenberg (Bayern)	EUR 1,2 Mio.	Photovoltaik
Stadtwerke Detmold (NRW)	EUR 3 Mio.	Photovoltaik
Stadtwerke Haßfurt (Bayern)	EUR 1,5 Mio.	Photovoltaik
Stadtwerke Lübeck (Schleswig-Holstein)	EUR 7 Mio.	Photovoltaik
Stadtwerke Bad Bergzabern (RLP)	EUR 2 Mio.	Photovoltaik
Mainova AG (Hessen)	EUR 3 Mio. – weitere in Planung	
Stadtwerke Stralsund (Meck-Pomm)	EUR 2 Mio.	Wind / Photovoltaik
RheinEnergie AG (NRW)	EUR 2 Mio. – weitere in Planung	Photovoltaik
Stadtwerke Augsburg (Bayern)	EUR 12 Mio.	Wasserkraft
Stadtwerke Trier (RLP)	EUR 3 Mio.	Photovoltaik
Stadtwerke Konstanz (Ba-Wü)	EUR 3 Mio.	Photovoltaik
Stadtwerke Ulm AG (Ba-Wü)	EUR 9 Mio.	Photovoltaik
enviaM AG (Sachsen)	EUR 3 Mio.	Wind

Quelle: LeihDeinerStadtGeld GmbH, Mainz



German Crowdfunding Network
Deutscher Crowdsourcing Verband

[Über uns](#) [Plattformen](#) [Berater](#) [Regulierung](#)
[Daten](#) [Ticker](#) [FAQ – Häufige Fragen](#)

Blog

Kleinanlegerschutzgesetz: Fakten zur Begrenzung des maximalen Einzelinvestment pro Investor

Category : [Stellungnahmen](#) · by [Karsten Wenzlaff](#)

Feb 27th, 2015



Foto Images Money CC BY 2.0

In der Debatte um das Kleinanlegerschutzgesetz wird manchmal behauptet, dass es für die meisten Crowdfunding-Projekte kein Problem wäre, wenn das Einzelinvestment auf 1000 Euro gedeckelt wird, so wie das beispielsweise der [Verbraucherschutz-Ausschuss des Bundesrats](#) getan hat.

Das Gegenteil aber ist der Fall – **eine Deckelung auf 1000 Euro würde einen wichtigen Teil der Crowd ausschließen, die Finanzierung der Projekte erschweren und Crowdfunding in Deutschland hinter den [Entwicklungen in Europa zurückfallen lassen](#).** In anderen Ländern ist man beispielsweise dabei, die recht moderaten Einschränkungen aufzuheben: die niederländische Regierung hat angekündigt, die Einzelbeschränkung auf 20.000 Euro pro Investor aufzuheben. Das German Crowdfunding Network fordert, dass eine Beschränkung der Einzelinvestment auf der Selbstauskunft der Investoren und ihrer angegebenen wirtschaftlichen Situation basiert, so wie das in Großbritannien beispielsweise der Fall ist.

Wie sehen die Durchschnittsinvestments aus?

Crowdfunding ist [nicht nur für Startups möglich](#), sondern auch für andere wichtige Projekte, wie zum Beispiel Energieeffizienzprojekte. Auf der Plattform LeihDeinerUmweltGeld liegt der durchschnittliche Investitionsbetrag bei 6.899 Euro. Auf der Plattform Greenvesting, die Solaranlagen finanziert, liegt der Durchschnittsinvestitionsbetrag bei 3600 Euro, bei der Plattform Econeers für erneuerbare Energien bei 1362 Euro.

Auch im Startup-Bereich und bei der Finanzierung von Mittelstandsunternehmen liegen die Durchschnittsbeträge in der Regel über 1000 Euro, zum Beispiel bei Innovestment mit 3221 Euro, Seedmatch mit 2809 Euro bei Fundernation mit 1673 Euro oder Fundedebyme bei 1673 Euro. Bei der Plattform Companisto liegt der Durchschnittsbetrag bei 594 Euro, weil hier auch zahlreiche Investments mit 5 bis 10 Euro möglich sind.

Wieviel Investitionsvolumen werden von den Investoren über 1000 Euro und über 10.000 Euro erbracht?

Die Investoren mit hohen Beträgen sorgen dafür, dass das Finanzierungsvolumen insgesamt wächst und die Unternehmen ausreichend kapitalisiert sind. Bei Innovestment sind 99% aller Investitionen über die 1000 Euro, weil dies die untere Schwelle der Plattform für die meisten Projekte ist. Bei Companisto beispielsweise werden 67% des Investitionsvolumen von Investoren mit einem Betrag über 1000 Euro gestemmt, bei Bettervest sind es 57%, bei Fundernation bei 45%. Würde man alle Investitionen bei 10.000 Euro deckeln, so würde man bei Companisto, Fundernation und Greenvesting immer noch mehr als ein Viertel des Investitionsvolumen einschränken.

Prof. Klöhn von der LMU München hat in einer Studie 86 Emissionen (mit mehr als 27.000 Beteiligungen) und findet dort heraus, dass **mehr als 76% des Investitionsvolumen auf dem deutschsprachigen Crowdfunding-Markt von Investoren mit einem Betrag von mehr als 1000 Euro geleistet werden.** (Prof. Dr. iur. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard), München/Jun.-Prof. Dr. oec. publ. Lars Hornuf, M.A. (Essex), Trier – Die Regelung des Crowdfunding im RegE des Kleinanlegerschutzgesetzes – Inhalt, Auswirkungen, Kritik, Änderungsvorschläge – DER BETRIEB Nr. 01-02 09.01.2015).

Was würde passieren, wenn diese Investoren wegfallen?

Bei diesen Zahlen ist klar, dass das **Volumen des Crowdfunding-Markts insgesamt schrumpfen** würde, wenn die Einschränkungen wie im **Kleinanlegerschutzgesetz** formuliert in die Wirklichkeit umgesetzt werden. Die Startups und Energieprojekte wären dann zum Teil unterkapitalisiert, hätten weniger Spielraum zum Wachsen und wären damit einem höheren Risiko des Scheiterns ausgesetzt. Es sollte also im Sinne der Kleinanleger sein, die großen Investoren mit an Bord zu haben.

Aber auch aus Gründen der Schwarmintelligenz ist das wichtig, denn die Investoren mit großen Summen bringen andere Erfahrungen in die Finanzierungsrunde ein als der Kleinanleger. **Es ist für die Kleinanleger wichtig, dass die Investoren mit hohen Summen zu den gleichen Bedingungen investieren wie die Kleinanleger, denn nur so profitiert die Crowd bei folgenden Finanzierungsrunden von dem Gewicht der Investoren.**

Die Erfahrung der Anleger zeigt sich auch im Durchschnittsalter der jeweiligen Investorengruppen. Bei Fundernation sind die Investoren über 10.000 Euro im Durchschnitt 50 Jahre alt, bei Greenvesting sogar 60

Jahre, während die Investoren unter 1000 Euro bei Fundernation 31 Jahre bzw. 29 Jahre bei Greenvesting sind. **Man sieht also schon jetzt an den Daten, dass die Investoren sehr wohl einschätzen können, wie hoch das Finanzvolumen ist, welches sie entsprechend ihres Risikoprofils ausgeben können.**

Crowdfunding schon jetzt transparenter als andere Investitionsformen

In einer [Umfrage der BITKOM](#) gaben 90 Prozent der Crowdfunding-Nutzer an, dass die Projekte transparent vorgestellt wurden. 62 Prozent hielten sich sogar für besser informiert als bei klassischen Investitionen, etwa bei Banken. Alle Crowdfunder (98 Prozent) waren sich über das Risiko bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Geldes im Klaren. Auch die BITKOM-Studie zeigte, dass die Investments deutlich höher sind als die 1000 Euro Grenzen. Mehr als ein Drittel (37 Prozent) der Investoren hatten bereits Summen von mehr als 1000 Euro investiert. 5 Prozent aller Befragten hatten sogar schon einmal mehr als 10.000 Euro für ein einzelnes Investment eingesetzt.

Zusammensetzung der Investoren auf den Crowdfunding-Plattformen

(Stand: 27.2.2015)

Plattform	Durchschnittsbetrag pro Investor	Anteil der Investitionssumme über 1.000	Anteil der Investitionssumme über 10.000	Durchschnittsalter unter 1.000	Durchschnittsalter über 1.000	Durchschnittsalter über 10.000
Fundedbyme	1360 Euro	22%	10%	32	35	42
Companisto	594 Euro	67%	30%	36	39	47
Fundernation	1673 Euro	45%	22%	31	46	50
Bettervest	685 Euro	57%	13%			
Greenvesting	3600 Euro	31%	25%	29	42	60
Seedmatch	2809 Euro					
Econeers	1362 Euro					
Klöhn-Studie		76%	10%			

Quelle:

www.germancrowdfunding.net/daten

<http://www.germancrowdfunding.net/2015/02/kleinanlegerschutzgesetz-fakten-zur-begrenzung-des-maximalen-einzelinvestment-pro-investor/>

Letzte Zeile

(Prof. Dr. iur. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard), München/Jun.-Prof. Dr. oec. publ. Lars Hornuf, M.A. (Essex), Trier - Die Regelung des Crowdfunding im RegE des Kleinanlegerschutzgesetzes - Inhalt, Auswirkungen, Kritik, Änderungsvorschläge - DER BETRIEB Nr. 01-02 09.01.2015

Bettervest

Companisto

Crowdfunding

FundedByMe

Fundernation

Greenvesting

Innvestment

Kleinanlegerschutzgesetz

LeihDeinerStadtGeld

LeihDeinerUmweltGeld

Lightfin

Regulierung

Seedmatch

SHARE : Gefäll Twitter 

Hinterlasse eine Antwort

Deine E-Mail-Adresse wird nicht veröffentlicht. Erforderliche Felder sind markiert *



**Stellungnahme des
German Crowdfunding Network
(GCN)
im Deutschen Crowdsourcing
Verband**

zu dem Referentenentwurf der Bundesregierung
eines Kleinanlegerschutzgesetzes

(Stand 01.08.2014)

German Crowdfunding Network beim
Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.

Karl-Liebknecht-Straße 34
10178 Berlin

Der DCV e.V. ist beim Amtsgericht Köln unter der VR Nummer 16943 eingetragen.

I. Einleitung und Zusammenfassung

Die Bundesregierung hat am 28. Juli 2014 Verbände aufgefordert, den Entwurf des Gesetzes für die Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern zu verbessern. Das German Crowdfunding Network mit mehr als 150 Mitgliedern ist das zentrale Netzwerk der deutschsprachigen Crowdfunding-Branche und Teil des Deutschen Crowdsourcing Verbands.

Die Vertreter von Plattformen, die Projektinitiatoren, die Investoren, die Berater und die Wissenschaftler im German Crowdfunding Network haben ihre Positionen in dieser Stellungnahme eingebracht.

Den von der Bundesregierung im Koalitionsvertrag festgelegten einheitlichen Rechtsrahmen für Crowdfunding in Deutschland unterstützen wir ausdrücklich. Ebenso halten wir es für richtig, dass die Bundesregierung den Zugang von Start-ups und innovativen Unternehmen zu Kapital verbessern möchte, wie im Entwurf zur digitalen Agenda festgelegt.

Die Crowdfunding-Branche (Plattformen, Projektinitiatoren, Investoren, Berater, Wissenschaft) weiß, dass das langfristige Vertrauen der Crowd, und damit der Investoren und Anleger, in das Finanzierungsinstrument Crowdfunding gegeben sein muss, damit die Projekte erfolgreich und nachhaltig finanziert werden können. Ein guter Schutz der Investoren ist daher für die Entwicklung der gesamten Crowdfunding-Branche wichtig.

Wir glauben aber, dass der Referentenentwurf den Schutz von Kleinanlegern im Crowdfunding nur geringfügig verbessern wird. Die Finanzierung von Startups und innovativen Unternehmen sowie die Arbeit der Crowdfunding-Plattformen wird dadurch erheblich erschwert. Gerade vor dem Hintergrund der politischen Maßnahmen in anderen europäischen Ländern zur Unterstützung der Crowdfunding-Branche führt das Gesetz zu Verzerrungen im europäischen Markt und zur Benachteiligung sowohl der Anleger als auch der Unternehmen in Deutschland.

Im Kern sehen wir sechs Punkte als besonders problematisch an und würden uns freuen, gemeinsam mit der Bundesregierung zu Lösungen zu kommen:

- Die Untergrenze für die Erstellung eines Vermögensanlagenprospekts auf eine Million Euro zu setzen, halten wir für vollkommen unzureichend. Dies insbesondere deshalb, weil in anderen Ländern die Untergrenze wesentlich höher ist und damit die Wettbewerbsfähigkeit der deutschsprachigen Crowdfunding-Branche beeinträchtigt wird.
- Eine Bereichsausnahme für Crowdinvesting-Plattformen zu schaffen, ist sinnvoll und wird von uns begrüßt. Die Ausnahme nur für partiarische und Nachrangdarlehen zu gewähren, ist sachlich nicht zu rechtfertigen und für den Schutz von Kleinanlegern nicht geeignet. Je nach Finanzierungssituation sind andere Beteiligungsformen deutlich interessengerechter für beide Marktparteien und verwirklichen damit einen besseren Verbraucherschutz.
- Die Bereichsausnahme pauschal an einen Maximalbetrag von 10.000 Euro pro Investor zu knüpfen ist kontraproduktiv, weil damit finanzstarke und risikotragfähige Investoren, die für eine erfolgreiche Finanzierung genauso wichtig sind wie die Kleinanleger und von deren Engagement nicht zuletzt auch die Kleinanleger massiv profitieren, von den Plattformen vertrieben werden.

Stellungnahme des German Crowdfunding Network zum Referentenentwurf zum Schutz von Kleinanlegern

- Die Einschränkungen der Werbung für Crowdfunding-Projekte halten wir für sehr problematisch und nicht durchsetzbar. Sie können sich auf die gesamte Branche existenzbedrohend auswirken. Die Einschränkungen passen nicht zu den digitalen Kommunikationswegen und widersprechen dem Ansatz, dass man offen und transparent über die Finanzierungsform des Crowdfundings sprechen soll. Es gäbe im Kontext digitaler Medien eine Vielzahl besserer Möglichkeiten, um bei der Investorenkommunikation den Verbraucherschutz sicherzustellen.
- Ein Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) anstelle eines umfangreichen Vermögensanlagenprospekts halten wir für sinnvoll. Das manuelle Unterzeichnen des VIBs und das Einsenden per Post ist jedoch ein gravierender Medienbruch. Es passt nicht zum Instrument des Crowdfunding und erzeugt unnötigen administrativen Aufwand. Dies von den Kleinanlegern einzufordern, bringt keinen zusätzlichen Schutz für die Investoren.

Wir möchten die Bundesregierung und das Parlament bei der Suche nach zeitgemäßen, internetbasierten Formen des Schutzes der Kleinanleger beim Crowdfunding unterstützen und bringen unsere Expertise gerne ein.

Vor dem Hintergrund der weltweiten Entwicklung halten wir es darüber hinaus für dringend geboten, dass sich die Bundesregierung für eine Vereinheitlichung des Anlegerschutzes im europäischen Kontext stark macht und der sehr innovativen deutschsprachigen Crowdfunding-Branche damit den Zugang zum europäischen Kapitalmarkt erleichtert.

Wir empfehlen daher, dass bei der beabsichtigten Evaluierung des Gesetzes die Auswirkungen des Gesetzes auf die Crowdfunding-Branche vom Bundeswirtschaftsministerium untersucht werden und dazu eine gemeinsame Konferenz mit allen beteiligten Interessensvertretern, analog zum European Crowdfunding Stakeholder Forum, durchgeführt wird. Die französische Regierung überprüft halbjährlich ihr Crowdfunding-Gesetz und passt die Rahmenbedingungen an, um die Crowdfunding-Branche zu stärken – eine vergleichbare Vorgehensweise möchten wir der Bundesregierung ebenso empfehlen.

II. Bedeutung des Crowdfunding in Deutschland

Crowdfunding schließt ohne die Hilfe des Staates eine Lücke im Wagniskapitalbereich

Deutschland ist ein hoch innovatives Land im Bereich des Crowdfunding. Zahlreiche sehr unterschiedliche Plattformen erlauben Investoren und Projektinitiatoren eine echte Auswahl am Markt. Die unterschiedlichen Plattformmodelle erlauben unter anderem das Sammeln von Spenden, Vorverkauf von Produkten, Finanzierungen von Nachhaltigkeitsprojekten und Beteiligungen am Unternehmenserfolg.

Crowdfunding wird in Deutschland zu einem immer wichtigeren Bestandteil der Finanzierung und Förderung innovativer Unternehmen. In den letzten drei Jahren haben sich Privatpersonen mit insgesamt über 30 Millionen Euro bei Start-up-Unternehmen engagiert, damit Innovationen und Unternehmertum unterstützt sowie tausende Arbeitsplätze geschaffen.

Die Bundesregierung hat seit mehreren Jahren das Ziel, die Bereitstellung von Wagniskapital zu verbessern. Bund und Länder unterstützen dies durch viele Projekte und Kofinanzierung. Crowdfunding hat allerdings ohne staatliche Hilfe in den letzten Jahren eine neue Quelle von

Stellungnahme des German Crowdfunding Network zum Referentenentwurf zum Schutz von Kleinanlegern

Wagniskapital erschlossen und damit eine Lücke in der Finanzierung von jungen innovativen Unternehmen geschlossen.

Der Gesetzentwurf erleichtert nicht Crowdfunding, sondern baut neue Hürden auf

Deutschland nimmt derzeit eine marktführende Position im weltweiten Crowdinvesting-Wettbewerb ein. Der Gesetzesentwurf gefährdet diese Position und untergräbt die Bemühungen der Crowdfunding-Branche, für die Kleinanleger gute Investitionsbedingungen zu schaffen.

Die Bundesregierung hat einen Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern vorgelegt. Der Entwurf hatte allerdings nicht das Ziel, Crowdfunding zu stärken oder die dort aktiven Kleinanleger zu schützen. Die Bundesregierung wollte vor allem andere Finanzanlagen stärker regulieren, die sich sehr stark von Crowdfunding unterscheiden und sehr viele Anleger verunsichert und geschädigt haben. Obwohl dies von der Bundesregierung nicht intendiert war, sind aber auch die Crowdfunding-Plattformen sehr intensiv von den vorgeschlagenen Regulierung betroffen.

Die Crowdfunding-Branche hält es für richtig, dass die Kleinanleger vor bestimmten Anlagen auf dem sogenannten "Grauen Kapitalmarkt" geschützt werden. Wir denken, dass es richtig ist, dass die Kleinanleger mehr Informationen über ihre Investitionen erhalten und sie dadurch in die Lage versetzt werden, die wirtschaftlichen Aussichten ihrer Investments bewerten zu können.

Die Crowdfunding-Branche hat aber schon eine Reihe an Maßnahmen auf den Weg gebracht, um die Crowd zu befähigen, verantwortungsbewusste Anlageentscheidungen zu fällen:

- Die Projekte müssen sich umfangreich auf den Plattformen vorstellen, in der Regel mit Businessplan und Finanzierungsplan, Teamvorstellung, Produktvorstellungen und Geschäftsaussichten.
- Auf den Plattformen werden keine Unternehmensportfolios oder strukturierte Finanzierungsinstrumente angeboten. Die Anleger haben immer Klarheit darüber, in welche Geschäftsmodelle sie investieren.
- Es wird auf den Plattformen meist schon vor dem Beginn der Finanzierungsperiode eine intensive Feedback- und Fragerunde zwischen potenziellen Investoren und den Unternehmen organisiert, bei der die Geschäftsmodelle der Projekte sehr intensiv diskutiert werden und das Informationsbedürfnis von Anlegern im unmittelbaren Austausch mit den Projekten befriedigt werden.
- Die Plattformen strukturieren die Beteiligungsverträge so, dass Crowdfunding sowohl für Anleger mit kleinen Beträgen als auch für Anleger mit großen Beträgen attraktiv ist und beide von der gegenseitigen Expertise profitieren können.
- Die Plattformen haben gemeinsam mit den Crowdinvestoren einen Code of Conduct erarbeitet, der Maßstäbe setzt für den Umgang mit Informationen und Transparenz.
- Die Anleger beim Crowdfunding organisieren sich plattformübergreifend im Netz, tauschen vor, während und nach dem Crowdfunding Informationen aus und koordinieren ihre Kommunikation mit den Startups.

Stellungnahme des German Crowdfunding Network zum Referentenentwurf zum Schutz von Kleinanlegern

- Zahlreiche Forschungsprojekte an Universitäten in Deutschland beschäftigen sich mit der Rolle der Kleinanleger im Crowdfunding und deren Schutz. Die Wissenschaft gibt konstant Feedback an die Plattformen. Die Plattformen nutzen das Feedback von Wissenschaft, Investoren und Projekten und lassen dies in die Gestaltung ihres Angebots einfließen.

Damit Crowdfunding aber funktioniert und sich weiterentwickelt, muss die Dynamik der Crowdfunding-Branche erhalten bleiben. Das Gesetzesvorhaben zementiert bestimmte Beteiligungsmodelle und schränkt die öffentliche Wahrnehmbarkeit und den öffentlichen Diskurs über Crowdfunding-Projekt ein. Hierdurch werden positive Entwicklungen in der Branche verhindert.

Die EU Kommission spricht sich ausdrücklich gegen harte Regulierung von Crowdfunding aus

Die Europäische Kommission hat mit der Einrichtung des European Crowdfunding Stakeholder Forums ausdrücklich den Rahmen gelegt für einen stärkeren Austausch zwischen den unterschiedlichen Interessengruppen und eine schrittweise Harmonisierung des europäischen Kapitalmarkts. Bevor es zu einem Regulierungsentwurf auf europäischer Ebene kommen wird, wird es umfangreiche Konsultationen und Austausch von Best-Practices der EU-Mitgliedstaaten geben. Das German Crowdfunding Network ist mit zwei Personen im European Stakeholder Forum vertreten und wird diesen Prozess intensiv begleiten.

Die Europäische Kommission hat in ihrer Mitteilung zur „Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union“ vom 27. März 2014 davor gewarnt, dass eine harte Regulierung das Potenzial des Crowfundings im Keim ersticken und die vielversprechende junge Crowdfunding-Branche in der Entwicklung hindern könnte. Zudem weist die Europäische Kommission in der Mitteilung darauf hin, dass voneinander abweichende nationale Regulierungsmaßnahmen der verschiedenen Mitgliedstaaten Crowdfunding im Binnenmarkt fragmentieren und das potenzielle Wachstum von Crowdfunding in Europa behindern werden.

Mit dem Kleinanlegerschutzgesetz wird im Ergebnis genau diese Fragmentierung des Crowfundings in Europa vorangetrieben. Anstatt Lösungen im europäischen Kontext zu suchen, wie zum Beispiel die Förderung von plattform- und länderübergreifenden Vergleichsportalen von Crowdfunding-Projekten, wird in Deutschland eine Regulierung vorgeschlagen, die durch die Reaktion auf Fehlentwicklungen außerhalb des Crowfundings gekennzeichnet ist, aber in Kauf nimmt, die Crowdfunding-Branche massiv zu gefährden.

Der Gesetz verändert das Wesen des Crowfundings

Die unkomplizierte Abwicklung ausschließlich über das Internet, schlanke Prozesse und hierdurch die Reduzierung der Verwaltungskosten haben Crowdfunding als Form der Finanzierung überhaupt erst möglich gemacht. Diese Abwicklungsvorteile führen zu Kostensenkungen bei der Erwerbung des Kapitals durch Crowdfunding. Durch reduzierte Kosten der Kapitalbeschaffung steht ein größerer Teil der Anlegergelder tatsächlich zu Investitionszwecken zur Verfügung und damit die Renditechancen der Anleger. Gerade niedrige Transaktionskosten sind essentiell dafür, dass Crowdfunding Marktversagen in einem Marktsegment beheben kann, in dem ansonsten keine Finanzierungen stattfinden würden.

Der Gesetzesentwurf zwingt der Crowdfunding-Branche nun aber die hochkomplexen Regelungen des Vermögensanlagegesetzes inklusive Folgeverpflichtungen aus diversen weiteren regulativen

Stellungnahme des German Crowdfunding Network zum Referentenentwurf zum Schutz von Kleinanlegern

Finanzmarktgesetzen auf, ohne hierbei die Besonderheiten des Crowdinvestings angemessen zu berücksichtigen.

In Zukunft wird jedes Crowdfunding-Projekt mit einem Emissionsvolumen von mehr als einer Million Euro Umfang genauso behandelt wie das im Falle Prokon eingesammelte Genussrechtskapital in Höhe von 1,4 Milliarden Euro, dem ein organisierter Strukturvertrieb über viele Jahre hinweg zugrundelag. Bei Crowdinvestings unter einer Million Euro sind nur teilweise Erleichterungen vorgesehen, sodass gerade die das Crowdfunding charakterisierende unkomplizierte Abwicklung über das Internet nicht mehr möglich sein wird.

Die jetzt geplante Regulierung ist im Hinblick auf das Crowdfunding nicht geeignet, den Verbraucherschutz zu stärken. Formalismus, Beschränkungen bei den zulässigen Vermögensanlagen sowie kompliziertere Prozesse und längere Verkaufsprospekte führen nicht zu einem verbesserten Verbraucherschutz. Viel wichtiger wäre es, das Konzept der „Investor Education“ stärker in den Mittelpunkt zu stellen, also Bildung über wirtschaftliche Zusammenhänge zu fördern, und außerdem Menschen den Zugang zum Unternehmertum zu erleichtern – aber genau dies wird durch das Kleinanlegerschutzgesetz erschwert.

III. Stellungnahme zu den einzelnen geplanten Regelungen

Vorauszuschicken ist, dass die Besonderheiten des Crowdinvestings im vorliegenden Entwurf – trotz des erkennbaren Willens, Regelungen zu schaffen, die einen Fortbestand dieser Finanzierungsform in Deutschland ermöglichen – nicht ausreichend berücksichtigt worden sind. Aus Sicht des German Crowdfunding Networks ist daher zu konstatieren, dass der Entwurf in seiner derzeitigen Form den Fortbestand von Crowdfunding in Deutschland erheblich bedroht.

Daneben ist festzuhalten, dass noch verschiedene redaktionelle Mängel des Entwurfs zu beheben sind. So sind Verweise teilweise fehlerhaft oder in sich widersprüchlich und das Zusammenwirken mit anderen Gesetzen (z.B. der GewO) ist nicht immer konsistent gelöst. Hierauf wird im Folgenden an der jeweiligen Stelle eingegangen.

Im Einzelnen:

1. § 2 Abs. 2 Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) n.F.

§ 2 Abs. 2 VermAnlG n.F. sieht vor, dass einzelne Regelungen des VermAnlG bei Crowdinvestings unter bestimmten Voraussetzungen nicht anwendbar sein sollen. Demgegenüber sollen die §§ 5b, 12, 13, 14 Abs. 1 Satz 2 ff., 14 Abs. 2, 14 Abs. 3 Satz 2 ff., 15, 15a, 16, 18, 19, 22, 23 Abs. 1, 23 Abs. 2 Nummer 1 und 3, 23 Abs. 3 und 4, 24 Abs. 1 bis 4 und 26 ff. VermAnlG n.F. bei Inanspruchnahme des neuen Ausnahmetatbestands des § 2 Abs. 2 VermAnlG n.F. weiterhin anwendbar sein.

- a. Diese Bereichsausnahme für Crowdfunding ist in sachlicher Hinsicht zu eng gestaltet worden. Die Erleichterungen sollen nach dem Entwurf nur greifen, wenn in dem Crowdfunding partiarische Darlehen oder Nachrangdarlehen (oder eine Kombination aus beidem) angeboten werden.

Aus Sicht des GCN ist es gerade unter Verbraucherschutzaspekten nicht sinnvoll, die Ausnahme auf Beteiligungen in der Form von partiarischen Darlehen oder

Nachrangdarlehen zu beschränken. Andere Beteiligungsformen sind genauso gut oder – abhängig vom konkreten Projekt und der Finanzierungssituation – besser geeignet, um Investoren an einem Crowdfunding zu beteiligen. Beispielhaft seien hier mit Blick auf Start-up-Finanzierung Stille Beteiligungen und Genussrechte erwähnt. Gerade bei Stillen Beteiligungen handelt es sich um eine für beide Marktparteien interessengerechte Form der Frühphasenfinanzierung, die für Verbraucher aufgrund der gesetzlichen Vorgaben, die mit Blick auf diese Beteiligungsform bestehen, eine günstigere Rechtsstellung mit sich bringt als etwa ein partiarisches Darlehen. Stille Beteiligungen und Genussrechte werden im Wachstumskapitalmarkt bewährt genutzt und waren aus diesem Grund in der Anfangszeit des Start-up-Crowdfunding in Deutschland zunächst verbreiteter als heute. Diese Formen sollten daher nicht von der gesetzlichen Privilegierung ausgenommen sein.

Es liegt sowohl im Interesse der Crowdfunding-Plattformen als auch der Anleger, dass in einem Crowdfunding immer dasjenige Beteiligungsmodell gewählt werden könnte, das für den Anlagezweck und die Anlageziele der Beteiligten am sachgerechtesten ist. Der Entwurf sieht stattdessen vor, dass Crowdfunding-Plattformen auch weiterhin mit der Behelfskonstruktion eines partiarischen Nachrangdarlehens arbeiten müssen, das zudem bei der Unternehmensfinanzierung den Nachteil hat, dass es nicht als Eigenkapital im Sinne des HGB ausgestaltet werden kann. Der Grund dafür, dass Crowdfunding-Plattformen auf diese Beteiligungsform ausgewichen sind, bestand darin, dass hierdurch bisher prospektfreie Emissionen oberhalb der Schwelle von 100.000 Euro möglich waren und auf diese Weise Transaktionskosten eingespart werden konnten. Dem Anlegerschutz dient es nicht, wenn diese Behelfskonstruktion nun durch eine gesetzliche Privilegierung zementiert wird.

- b. Des Weiteren soll die Crowdfunding-Ausnahmeregelung nach dem Entwurf nur anwendbar sein, wenn der Gesamtbetrag der von dem Emittenten ausgegebenen Vermögensanlagen eine Million Euro nicht übersteigt.

Diese Limitierung der Höchstsumme eines Crowdfundings auf eine Million Euro erscheint willkürlich und zugleich unangemessen gering. Der deutsche Crowdfundingmarkt ist – zusammen mit dem Markt in Großbritannien – der größte der Welt und befindet sich bereits jetzt in einem globalen Wettbewerb. Die Hauptwettbewerber für die deutschen Crowdfunding-Plattformen kommen aus Großbritannien. Dort ist eigens zur Ermöglichung von Crowdfundings eine Ausnahme von der Prospektspflicht für Finanzierungsrunden von bis zu fünf Millionen Pfund geschaffen worden. Aus Anlegerschutzgesichtspunkten ist es vollkommen kontraproduktiv, wenn etwa ein Unternehmen, das eigentlich eine Wachstumsfinanzierung von mehr als einer Million Euro benötigt, nur eine Million Euro einsammelt und damit unterkapitalisiert ist, nur um die Erstellung eines sehr kostspieligen Verkaufsprospekts zu vermeiden.

Die Höchstgrenze pro Crowdfunding sollte daher – wie in Großbritannien – auf fünf Millionen Euro heraufgesetzt werden.

Eine entsprechende Erhöhung der Höchstgrenze ist auch aus dem weiteren Grund geboten, dass das Durchführen von Crowdinvestings ansonsten für die Crowdinvesting-Plattformen wirtschaftlich nicht mehr darstellbar ist. Crowdinvestings sind sehr aufwändig. Diverse Crowdinvesting-Plattformen in Deutschland beschäftigen zwischen 10 und 50 Mitarbeitern. Die Vorbereitung und Durchführung eines Crowdinvestings dauert ca. sechs bis neun Monate und erzeugt erhebliche Ausgaben und Kosten.

Crowdinvesting-Plattformen übernehmen dabei gleich mehrere gesamtwirtschaftlich sehr sinnvolle Aufgaben. Sie prüfen – schon aus Eigeninteresse und um Reputationsschaden zu vermeiden – Projektbewerber sehr genau und treffen eine kritische Vorauswahl. Sie unterstützen und beraten Unternehmen und Projektinitiatoren bei der Konkretisierung und Darstellung ihres Finanzierungsprojekts. Sie wirken damit volkswirtschaftlich als Intermediäre, als „Gatekeeper“ und gleichzeitig als Informations-Agenten der Kleinanleger, indem sie das Informationsangebot der Projektinitiatoren und die begrenzte Informations-Verarbeitungskapazität der Anleger zusammenführen und es so erst ermöglichen, dass Schwarmintelligenz wirkt.

Die bisherigen empirischen Erfahrungen, insbesondere die bis dato für den Bereich der Frühphasenfinanzierung sehr niedrige Ausfallquote crowd-finanzierter Start-ups, bestätigen, dass dieser Prozess funktioniert. Crowdinvesting-Plattformen tragen damit wirksam dazu bei, dass das in Deutschland bestehende Marktversagen bei der Frühphasenfinanzierung gemildert und unternehmerische Initiative gefördert wird und schließen so eine Lücke, die auch im Koalitionsvertrag der Großen Koalition identifiziert worden ist und die die Politik zurecht durch verschiedene andere Maßnahmen adressieren möchte.

Damit Crowdinvesting-Plattformen diese gesellschaftlich sehr wertvollen Funktionen erfüllen und gleichzeitig komplexen und kostenträchtigen regulatorischen Anforderungen genügen können, müssen sie auskömmlich wirtschaften können. Werden demgegenüber die zulässigen Größen von Crowdinvestings und damit die Verdienstmöglichkeiten der Plattformen zu restriktiv gedeckelt, so hätte dies gleich mehrere nachteilige Konsequenzen: Die Crowdinvesting-Plattformen müssten, um wirtschaftlich arbeiten zu können, in möglichst kurzer Zeit möglichst viele Crowdinvestings durchführen, was zu Lasten der qualitativen Vorauswahl gehen würde. Die Funktion der Plattform als vorgelagerter „Gatekeeper“ würde damit zu Lasten der Investoren strukturell konterkariert. Gleichzeitig wäre es Plattformen nicht mehr möglich, die Begleitung von Projekten mit vergleichsweise geringem Finanzierungsbedarf ähnlich intensiv zu betreiben wie bisher. Denn kleinere Projekte bringen aufgrund einer vergleichbaren Komplexität normalerweise ähnlichen Aufwand mit sich wie Projekte mit größerem Finanzierungsvolumen, bringen aber geringeren Ertrag. Daher müssen Plattformen weiterhin in der Lage sein, den Aufwand für volumenmäßig kleinere Projekte durch Ertrag quersubventionieren, der mit größeren Projekten erzielt wird.

- c. Ferner ist auch die Begrenzung von Einzelinvestments auf maximal 10.000 Euro zu niedrig bemessen. Größere Summen kommen in Crowdinvestings immer nur dann zusammen, wenn einige Investoren höhere Investitionsbeträge leisten. So wird bereits jetzt in nahezu allen Crowdinvestings ein Teil des Kapitals von kapitalstarken und kapitalmarkterfahrenen Investoren aufgebracht, die die mit dem Investment verbundenen Risiken sehr gut einschätzen und tragen können. Nicht selten handelt es sich hierbei – etwa typischerweise im Bereich von Nachhaltigkeitsprojekten – nicht um Privatpersonen, sondern um Organisationen, Unternehmen, Stiftungen, Vereine und Fonds. Können sich diese Investoren aber im Rahmen von Crowdinvestings nicht mehr mit größeren Investments engagieren, besteht die Gefahr, dass Projekte und Unternehmen nicht ausreichend kapitalisiert werden und finanzierte Unternehmen hierdurch einem gesteigerten Insolvenzrisiko unterliegen. Dies wiederum geht dann zu Lasten aller Anleger.

Umgekehrt profitieren gerade „trittbrettfahrende“ Kleinanleger typischerweise besonders von starken Anker-Investoren in einem Finanzierungsprojekt. Denn der finanzstarke Investor hat einen sehr viel stärkeren Anreiz, sich das Projekt genau anzuschauen, bevor er investiert. Er gibt die Informationen, die er bei dieser Prüfung gewinnt, an den Kleinanleger weiter – wenn nicht bereits offen über die auf den Plattform angebotenen Kommunikationsprozesse, dann zumindest durch das Signal seines Investments.

Dieser Vorgang wird durch eine Deckelung der zulässigen Investmentgrößen vereitelt: Diese führt dazu, dass auch der maximale Aufwand gedeckelt wird, den potentielle Investoren für die Informationsverarbeitung und Prüfung der Investmentgelegenheit zu treiben bereit sind. Sie macht Projekte außerdem für finanzstarke Investoren uninteressant. Die Deckelung befördert damit im Bereich des Crowdinvestings „rationale Apathie“ im Sinne der Kapitalmarkttheorie und schadet der gesamtwirtschaftlichen Effizienz von Crowdfunding als Mechanismus der Ressourcenallokation.

Dementsprechend gibt es etwa in Großbritannien keine Begrenzung für die Höhe der einzelnen Investments.

Der geplante Schwellenwert sollte daher erhöht werden. Zusätzlich sollte vor dem Hintergrund des intendierten Verbraucherschutzes gesetzlich klargestellt werden, dass dieser Schwellenwert nur für Investments natürlicher Personen gilt. Die Zulassung höherer Einzelinvestments juristischer Personen etc. durch eine Plattform kann dabei an die Voraussetzung geknüpft werden, dass die Plattform die Existenz der juristischen Person und die Vertretungsberechtigung der handelnden Personen in geeigneter Form verifiziert.

Außerdem sollte zur Förderung privaten Engagements im Wege des Crowdinvestings eine Öffnung des Schwellenwerts für besonders risikotragfähige vermögende Privatpersonen vorgesehen werden. In Einklang mit einem allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Prinzip – dem Rechtsgedanken, der etwa in § 3 Abs. 2 Nr. 3 WpPG seinen Niederschlag gefunden hat – kann bei einem Anleger, der sich verpflichtet, individuell mindestens 100 000 Euro zu investieren, davon ausgegangen

werden, dass er eine ausreichende Risikotragfähigkeit mitbringt und die Chancen und Risiken des Investments angemessen einzuschätzen weiß. Für einen solchen Anleger sollte dementsprechend der Schwellenwert nicht gelten.

- d. Schließlich soll die Bereichsausnahme nach dem Entwurf nur dann einschlägig sein, wenn das Crowdfunding auf einer Crowdfunding-Plattform stattfindet, deren Betreiber einer Aufsicht nach u.a. §§ 34f, 34h oder § 34c der Gewerbeordnung unterliegt. Crowdfunding-Plattformen geben keine individualisierten Empfehlungen für Anleger ab. Sie sind typischerweise reine Vermittler, vergleichbar mit einer Börse, aber nicht mit einer Vertriebsstruktur. Daher sollte gesetzlich klargestellt werden, dass eine Gewerbeerlaubnis nach § 34c GewO weiterhin für die Vermittlung von (partiarischen) Nachrangdarlehen ausreicht, soweit keine Anlageberatung erbracht wird. Es sollte geregelt werden, dass die Betreiber von bestehenden Crowdfunding-Plattformen die Gewerbeerlaubnis nach § 34f GewO unter dieser Voraussetzung in einem vereinfachten Verfahren erhalten können.

Insgesamt ist die Bereichsausnahme so gefasst worden, dass sie verhindern wird, dass Crowdfunding in Deutschland sein volles Potenzial ausschöpfen kann. Deutschland wird hierdurch im internationalen Wettbewerb stark zurückfallen. Ein spürbarer positiver Effekt auf die Versorgung junger Wachstumsunternehmen und gesellschaftlich wünschenswerter Projekte mit Kapital kann in Deutschland so nicht erreicht werden.

2. § 12 Vermögensanlagegesetz n.F.

§ 12 VermAnlG n.F. sieht ein sehr weitreichendes Werbeverbot für Vermögensanlagen vor. Das Werbeverbot ist dabei tatbestandlich so offen und weit gefasst, dass es erhebliche Rechtsunsicherheiten schafft, wie die Regelung anzuwenden ist. In der derzeitigen Form stellt dieses Werbeverbot eine existentielle Bedrohung für die Crowdfunding-Branche in Deutschland dar. Insbesondere diese Regelung sollte daher auf jeden Fall im Gesetzgebungsprozess noch korrigiert oder in die Ausnahme nach § 2 Abs. 2 S. 1 VermAnlG n.F. einbezogen werden.

Im Einzelnen:

- a. Crowdfundings sind deshalb so erfolgreich, weil sie anders strukturiert und vertrieben werden, als es bei klassischen Finanzprodukten der Fall ist. Dementsprechend müssen Crowdfundings auch ganz anders beworben werden. Crowdfundings erfordern die „Crowd“. Ihnen ist gemein, dass sich eine große Anzahl von Personen zusammenschließt, um sich aus unterschiedlichsten Motivationen an einem Investmentprojekt zu beteiligen.

Bei der Crowd handelt um einen Querschnitt der Gesellschaft. In volkswirtschaftlicher Hinsicht besteht dementsprechend ein großer Vorteil des Crowdfunding darin, dass durch die hier möglichen geringen Losgrößen auch Kleinanleger in eine Vielzahl voneinander unabhängiger Projekte investieren können. Sie können sich dadurch ein breit diversifiziertes Portfolio von nicht risikokorrelierten Anlagen aufbauen. Die Kleinanleger treffen dabei die Anlageentscheidungen jeweils

selbst. Die Verwendung der vom Projektinhaber eingesammelten Mittel wird typischerweise durch ein intensives Reporting kontrolliert.

Klassische, durch aufwändigen Direktvertrieb beworbene Finanzprodukte wie die Prokon-Beteiligungen stellen demgegenüber ökonomisch gesehen häufig riesige Klumpenrisiken dar, bei denen Kleinanleger in eine Kapitalsammelstelle investieren und danach auf die eigentlichen Anlageentscheidungen und die Verwendung der eingesammelten Mittel keinen Einfluss mehr haben.

Um die Crowd zu mobilisieren, sie über die Vielzahl der Investmentgelegenheiten zu informieren und ihr eine reflektierte Investitionsentscheidung zu ermöglichen, sind Newsletter, Pressearbeit und Bannerschaltungen notwendig. .

So wie § 12 VermAnlG n.F. derzeit formuliert ist, ist nicht klar, ob die erforderliche Bewerbung von Crowdinvestings überhaupt noch möglich wäre:

- Dürfen die Crowdinvesting-Plattformen Newsletter an ihre registrierten Nutzer versenden, in denen sie auf den Start eines neuen Crowdinvestings hinweisen?
- Dürfen die Crowdinvesting-Plattformen auf Facebook und Twitter über den Start eines neuen Crowdinvestings informieren?
- Dürfen Facebook-Posts zum Start eines neuen Crowdinvestings beworben werden? Darf die Bewerbung nur an Fans erfolgen oder auch an Freunde von Fans?
- Dürfen die Crowdinvesting-Plattformen Bannerwerbung schalten?
- Wie soll auf einem ca. 2cm x 12cm kleinen Banner der drucktechnisch hervorgehobene Hinweis „Der Erwerb einer Vermögensanlage ist mit nicht unerheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlustes“ enthalten sein (§ 12 Abs. 3 VermAnlG n.F.)?
- Dürfen die Crowdinvesting-Plattformen noch für sich selbst werben?
- Dürfen die Gründer eines Start-ups ihre Freunde und Verwandte zum Start eines Crowdinvestings für ihr Start-up anschreiben?
- Dürfen die Crowdinvesting-Plattformen eine Pressemitteilung zum Start eines Crowdinvestings versenden?
- Darf ein Journalist einen Artikel über ein Crowdinvesting in dem Allgemeinteil einer Zeitung veröffentlichen? Muss der Artikel die Risikohinweise nach § 12 Abs. 3 VermAnlG n.F. enthalten?
- Dürfen Retargeting-Banner geschaltet werden? D.h. dürfen den Besuchern von Crowdinvesting-Webseiten später auf anderen Webseiten Banner angezeigt werden?

Die Liste an ungeklärten Fragen ließe sich beliebig fortführen. Es ist offensichtlich, dass der Gesetzeswortlaut und die Gesetzesbegründung diese Fragen für den Rechtsanwender nicht eindeutig beantworten.

Dies ist umso dramatischer, als ein Verstoß gegen § 12 Abs. 1 VermAnlG n.F. nach § 16 Abs. 1 Nr. 1 VermAnlG n.F. Sanktionen der BaFin nach sich ziehen kann und ein Verstoß gegen § 12 Abs. 2 und 3 VermAnlG n.F. sogar nach § 29 Abs. 1 Nr. 5 VermAnlG n.F. bußgeldbewährt sein soll.

Die vorgeschlagene Regelung begegnet damit nicht nur unter dem Aspekt des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots (Art. 103 Abs. 2 GG, § 3 OWiG), sondern auch vor dem Hintergrund der Artt. 12, 14 und 2 Abs. 1 GG erheblichen verfassungsrechtlichen Bedenken. Um die gesetzgeberischen Ziele zu erreichen, *„Werbemaßnahmen so zu kanalisieren, dass von ihnen primär Personen erreicht werden, die eine gewisse Bereitschaft zur Aufnahme entsprechender wirtschaftsbezogener Sachinformationen mitbringen und von denen daher (eher) erwartet werden kann, dass sie auch die weiteren gesetzlich vorgeschriebenen Produktinformationen (Verkaufsprospekt, Informationsblatt) zu Rate ziehen“* und *„eine Werbung im öffentlichen Raum, u. a. in Verkehrsmitteln und durch Plakatanschläge zu verhindern“*, wäre in Bezug auf Crowdfunding – das aus den geschilderten Gründen gerade nicht mit Produkten des sog. „Grauen Kapitalmarkts“ vergleichbar ist – in der Welt der digitalen Medien eine Vielzahl milderer und besserer geeigneter Maßnahmen denkbar als ein sehr weitgehendes und zudem tatbestandlich unbestimmtes Werbeverbot.

- b. Des Weiteren sieht § 12 Abs. 2 VermAnlG n.F. vor, dass die Bewerbung einen „Hinweis auf den Verkaufsprospekt und dessen Veröffentlichung“ enthalten muss. Eine Ausnahme für die Bewerbung von Crowdfundings ist nicht vorgesehen, obwohl für diese unter den Voraussetzungen des § 2 Abs. 2 VermAnlG n.F. überhaupt kein Prospekt zu erstellen ist. Dieses offenbare redaktionelle Versehen wäre noch zu korrigieren.

Zusammenfassend würde die Anwendung des Werbeverbots bedeuten, dass Crowdfundings nicht mehr sinnvoll beworben werden könnten. Crowdfundings würden in Deutschland damit nahezu unmöglich werden.

3. § 13 Vermögensanlagengesetz n.F.

- a. § 13 Abs. 1 VermAnlG n.F. sieht vor, dass ein Anbieter, der im Inland Vermögensanlagen öffentlich anbietet, vor dem Beginn des öffentlichen Angebots ein Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) erstellen muss. Diese Regelung sehen wir im Anlegerschutzinteresse als sinnvoll an; sie ist bereits Bestandteil der vom German Crowdfunding Network erarbeiteten Branchen-Selbstverpflichtung.

Nach § 13 Abs. 7 VermAnlG n.F. muss darüber hinaus das VIB von dem Anleger unterschrieben werden. Der Anbieter und der Anleger müssen dann jeweils eine Ausfertigung des unterschriebenen VIB erhalten. Dies bedeutet für das Crowdfunding, dass das VIB jeweils ausgedruckt, unterschrieben und per Post oder

Fax an die Crowdfunding-Plattform (oder sogar an jeden einzelnen Projektinitiator) zurückgesandt werden muss. Eine wie auch immer geartete elektronische Bestätigung des Erhalts und der Kenntnisnahme des VIB durch den Anleger soll nach dem Entwurf nicht zulässig sein. Diese Regelung stellt für Crowdfunding in Deutschland eine existenzielle Gefahr dar.

Crowdfunding wird unter anderem dadurch charakterisiert, dass die Zeichnung des Anlegers über ein digitales Medium erfolgt. Der Gesetzesentwurf sieht daher in § 2 Abs. 2 VermAnlG n.F. vor, dass nur Crowdfundings, die auf einer „Internet-Dienstleistungsplattform“ stattfinden, privilegiert sind.

Der Gesetzgeber geht also im Grundansatz vollkommen zutreffend davon aus, dass Crowdfunding-Plattformen – nicht zuletzt aufgrund der gebotenen Vermeidung übermäßiger Transaktionskosten – rein online operieren (sollen). Dennoch wird durch die Regelung des § 13 Abs. 7 VermAnlG n.F. ein Anleger beim Crowdfunding zu einem Medienbruch gezwungen, weil er den Investitionsprozess nicht online abschließen kann.

Die Erfahrungen zeigen, dass Medienbrüche bei Kommunikationsprozessen zu enorm hohen Abbruchraten bei der erfolgreichen Durchführung von Prozessen führen. Auch deshalb hat sich die Bundesregierung zum Ziel gesetzt, Medienbrüche zum Beispiel bei eCommerce-Handlungen und Prozessen der eGovernance zu vermeiden. Das Gegenteil wird nun in diesem Entwurf umgesetzt.

Der im Entwurf verankerte Vorgang – ausdrucken, unterschreiben, Briefumschlag herausuchen, Briefumschlag beschriften, Briefmarke suchen, aufkleben, zum Briefkasten gehen – hat als solcher nichts mit Verbraucherschutz zu tun, sondern ist für den Anleger lediglich lästig. Wird dergestalt die Schwelle für das Eingehen einzelner Investments erhöht, konterkariert dies außerdem den großen Vorteil des Crowdfundings aus Anlegersicht, nämlich durch das Eingehen einer Vielzahl von Einzelinvestments ein diversifiziertes Portfolio erhalten zu können. Der intendierte Übereilungsschutz wirkt sich insoweit kontraproduktiv auf den Verbraucherschutz aus.

Auch für Crowdfunding-Plattformen entsteht durch das Nachhalten der Rücksendungen erheblicher bürokratischer Mehraufwand. Hinzu kommt: Solange das unterzeichnete VIB nicht bei der Plattform bzw. dem Projektinitiator eingetroffen ist, bleibt das (an sich schon rechtlich verbindliche) Investment eines Anlegers wirtschaftlich in der Schwebe, da ihm dann nach § 22 Abs. 4a Nr. 3 VermAnlG n.F. ein unbefristetes einseitiges gesetzliches Rückabwicklungsrecht zusteht. Hieraus wird sich für die Praxis die Notwendigkeit ergeben, in den Funding-Verträgen eine auflösende Bedingung für den Fall vorzusehen, dass das VIB nicht innerhalb einer bestimmten Zeit unterzeichnet zurückgesandt wird. Dies verzögert und verkompliziert die Abwicklung des Funding-Prozesses zusätzlich und kann, wenn der Prozess nicht verstanden und das VIB verspätet zurückgesandt wird, für überflüssigen Aufwand, Verwirrung und Unmut unter Anlegern sorgen.

Die Entwurfsbegründung geht im Kontext von § 13 Abs. 7 VermAnlG n.F. nicht auf die Konsequenzen der Regelung für das Crowdfunding ein, sondern spricht lediglich davon, dass der Vorgang es dem Anleger – der bei einer Online-Zeichnung nebenbei bemerkt ohnehin ein zweiwöchiges gesetzliches Widerrufsrecht hat – „eindringlich bewusst machen“ soll, „dass er unter Umständen ein hohes Risiko eingeht“.

Dieses Ziel ließe sich genauso gut oder besser auch auf anderen Wegen erreichen, ohne einen Medienbruch in Kauf zu nehmen. In jedem Fall sollte es bei Crowdfundings möglich sein, das VIB online zu bestätigen. Dabei sind zahlreiche Möglichkeiten des Übereilungsschutzes vorstellbar:

- Man könnte die Crowdfunding-Plattformen beispielsweise verpflichten, das VIB im Investitionsprozess vor Abschluss einer Investition im Volltext einzublenden und die ausdrückliche Zustimmung des Anlegers zu dem VIB durch Klick auf einen Button einzuholen.
- Man könnte verlangen, dass die Zustimmung erst erteilt wird, wenn das VIB mindestens für eine gewisse Zeitdauer angezeigt wurde, sodass ein einfaches „Weiterklicken“ nicht möglich ist.
- Ein interaktives Element wäre ebenfalls denkbar, etwa das korrekte Beantworten einer Verständnisfrage zum Inhalt des VIB als Voraussetzung für die Teilnahme am Funding.

Die geplante Regelung könnte also insgesamt sehr einfach an die Besonderheiten des Crowdfunding angepasst werden, ohne dass der Anlegerschutz hierunter leiden würde.

- b. Nach § 2 Abs. 2 Satz 3 VermAnlG n.F. ist einem Anleger oder einem am Erwerb einer Vermögensanlage Interessierten „abweichend von § 15 VermAnlG“ das Vermögensanlagen-Informationsblatt nicht zur Verfügung zu stellen, sofern der Gesamtbetrag der von ihm erworbenen oder zu erwerbenden Anteile 250 Euro nicht übersteigt.

§ 15 VermAnlG regelt jedoch nur, dass ein VIB während der Dauer eines öffentlichen Angebots einem Interessenten in Textform, auf Verlangen auch in Papierform, zur Verfügung zu stellen ist. Vereinfacht gesagt, muss demnach nach § 2 Abs. 2 Satz 3 VermAnlG n.F. die Crowdfunding-Plattform bei (potenziellen) Kleinanlegern das VIB nicht auf Anfrage postalisch (vor der Investition) zur Verfügung stellen.

§ 2 Abs. 2 Satz 3 VermAnlG n.F. beinhaltet jedoch in der derzeitigen Entwurfsfassung keine Ausnahme von § 13 Abs. 7 VermAnlG n.F. Das Gesetz könnte daher dahingehend verstanden werden, dass das VIB selbst bei Kleinstbeteiligungen (1 Euro) auszudrucken, zu unterschreiben und per Post zu versenden ist.

Es ist davon auszugehen, dass es sich hierbei um ein redaktionelles Versehen handelt. Dieses ließe sich korrigieren, indem in § 2 Abs. 2 Satz 3 VermAnlG n.F. zusätzlich eine Ausnahme von § 13 Abs. 7 VermAnlG n.F. vorgesehen wird.

- c. § 13 Abs. 8 VermAnlG n.F. sieht vor, dass das BMF und das BMJV durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen zu Inhalt und Umfang des VIB erlassen können.

Da die Ausgestaltung des VIB auch erhebliche Auswirkungen auf die Wirtschaft haben kann, wäre es wünschenswert, dass ein Zustimmungsvorbehalt des BMWi vorgesehen wird.

4. § 22 Vermögensanlagengesetz n.F.

Nach § 22 Abs. 1 VermAnlG können Anleger von dem Anbieter die Übernahme der Vermögensanlagen gegen Erstattung des Erwerbspreises verlangen, wenn das Vermögensanlagen-Informationenblatt irreführend oder unrichtig ist.

Da der Begriff des „Anbieters“ nicht legaldefiniert ist, könnte diese Formulierung dazu führen, dass die Crowdfunding-Plattformen als Anbieter qualifiziert werden und dann für die Angaben der Projektinitiatoren in dem VIB haften. Dies wäre höchst unbillig, da die Crowdfunding-Plattformen – ähnlich einer Börse – nicht selbst die Angebote inhaltlich prüfen können, sondern nur die Gelegenheit zum Abschluss der Beteiligung vermitteln.

Die Gesetzesbegründung sieht zwar auf Seite 30 vor, dass allein dadurch, dass eine Crowdfunding-Plattform die Erstellung des VIBs übernimmt, sie nicht zum Anbieter der Vermögensanlage wird und dass die Plattform und der Projektinitiator im Innenverhältnis regeln können, wer der Anbieter ist. Die Ausführungen sollten jedoch klarstellungshalber dahingehend ergänzt werden, dass nicht nur allein die Erstellung des VIB nicht dazu führt, dass die Plattformen zum Anbieter werden, sondern dass auch die Durchführung des gesamten Crowdfundings, die Bewerbung des Crowdfundings, das Stellen der Verträge und die Vereinnahmung einer Provision nicht dazu führen, dass die Plattformen zum Anbieter werden.

5. § 23 Vermögensanlagengesetz n.F.

§ 23 Abs. 1 VermAnlG sieht vor, dass Emittenten einer Vermögensanlage einen Jahresbericht zu erstellen haben. Nach § 23 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG muss der Jahresbericht den „nach Maßgabe des § 24 VermAnlG aufgestellten und von einem Abschlussprüfer geprüften Jahresabschluss“ enthalten.

Diese Formulierung ist für den Fall, dass die Crowdfunding-Bereichsausnahme nach § 2 Abs. 2 VermAnlG n.F. einschlägig ist, irreführend. Die Crowdfunding-Bereichsausnahme sieht vor, dass § 25 VermAnlG – der vorsieht, dass Jahresabschlüsse zu prüfen sind – nicht anwendbar sein soll.

Durch die Formulierung in § 23 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG könnte nun der Eindruck entstehen, dass die Jahresabschlüsse dennoch geprüft werden müssen, da die Anwendbarkeit von § 23 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG n.F. nicht nach § 2 Abs. 2 VermAnlG n.F. ausgenommen ist. Es sollte daher klargestellt werden, dass in dessen Anwendungsbereich dem Jahresbericht kein geprüfter Abschluss beizufügen ist.

6. § 32 Vermögensanlagengesetz n.F.

- a. § 32 Abs. 1 VermAnlG n.F. sieht vor, dass Vermögensanlagen, die vor dem Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes auf der Grundlage eines von der BaFin gebilligten Verkaufsprospektes öffentlich angeboten wurden, noch bis einschließlich 12 Monate nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes öffentlich angeboten werden dürfen.

Der Umfang dieser Übergangsvorschrift ist nach dem Wortlaut nicht klar. Was bedeutet „dürfen noch öffentlich angeboten werden“? Welche Vorschriften des Kleinanlegerschutzgesetzes sind von Anfang an anwendbar und welche nicht? In der Gesetzesbegründung findet sich auf Seite 39 die Aussage, dass nach dem Ablauf dieser Frist die neuen Regelungen auch auf diese Vermögensanlagen und die Nachträge anwendbar sein sollen. Unmittelbar anwendbar solle jedoch der § 11a VermAnlG n.F. sein – was sich aus dem Gesetzeswortlaut in keiner Weise ergibt.

Sollen bis auf § 11a VermAnlG n.F. alle anderen neuen Vorschriften nicht anwendbar sein oder sollen nur die Vorschriften, welche sich auf die Prospektgültigkeit beziehen, nicht anwendbar sein? Zu diesen Fragen wäre eine Klarstellung wünschenswert.

- b. Nach § 32 Abs. 10 VermAnlG n.F. soll das Kleinanlegerschutzgesetz ab Inkrafttreten für alle Crowdinvestings gelten, die nach Inkrafttreten des Gesetzes gestartet werden. Nach unseren Informationen ist derzeit geplant, dass das Gesetz bereits zum 1. Januar 2015 in Kraft treten soll – also in wenigen Monaten.

Es ist für die Crowdfunding-Plattformen nicht möglich, sich den mannigfaltigen Anforderungen und Neuerungen in solch einer kurzen Zeitspanne anzupassen. Dies gilt umso mehr, als die endgültigen Vorschriften und Regelungen erst nach Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens feststehen werden. Erst ab diesem Zeitpunkt wird es der Crowdfunding-Branche möglich sein, auf sicherer Tatsachengrundlage damit zu beginnen, Compliance mit der neuen Regulierung herzustellen. Eine Frist von wenigen Monaten oder gar Wochen wird hierfür nicht ausreichen, sodass längere Übergangsfristen vorgesehen werden sollten.

IV. Ergebnis

Wir halten den vorliegenden Entwurf für nicht tragbar und erwarten, dass sowohl Exekutive als auch Legislative an dem Entwurf noch Änderungen vornehmen, um die Crowdfunding-Branche in Deutschland nicht zu gefährden. Dazu gehört:

- Ausweitung der Bereichsausnahme für Crowdfunding-Plattformen auf alle Formen der Finanzierung, insbesondere auf Stille Beteiligungen und Genussrechte.
- Erhöhung der Schwelle für die Ausnahme von der Vermögensanlagenprospektpflicht auf mindestens fünf Millionen Euro.
- Abschaffung der Obergrenze von 10.000 Euro pro Anleger bzw deutliche Erhöhung dieser Grenze für natürliche Personen und Einführung von Öffnungsklauseln für nicht-natürliche Personen und für besonders finanzstarke und risikotragfähige Investoren.

Stellungnahme des German Crowdfunding Network zum Referentenentwurf zum Schutz von Kleinanlegern

- Kompletter Verzicht auf das Werbeverbot außerhalb von Wirtschaftsmedien.
- Kein manuelles Unterzeichnen des VIBs und kein Einsenden per Post.
- Behebung der bestehenden redaktionellen Mängel und der sich daraus ergebenden Rechtsunsicherheiten
- Längere Übergangsfristen nach dem Inkrafttreten des Gesetzes
- Einen strukturierten und produktiven Stakeholder-Dialog nach Vorbild der Europäischen Union.

Die Crowdfunding-Branche in Deutschland möchte ihren Teil zum Wirtschaftswachstum in Deutschland beitragen, innovative Unternehmen finanzieren, Unternehmertum stärken, Investitionen in Forschung, Nachhaltigkeit, Infrastruktur und Social Entrepreneurship vorantreiben und das Engagement der Bürger für die Gesellschaft erhöhen.

Der vorliegende Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes ist nicht dazu geeignet, diese Initiative zu unterstützen. Stattdessen werden viele Errungenschaften der Crowdfunding-Branche vernichtet oder durch ein zu enges gesetzliches Korsett Entwicklungen verhindert, die dem Schutz der Crowd dienen.

Wir glauben, dass es uns gelingen wird, die Crowdfunding-Branche in enger Kooperation mit anderen Finanzierungsformen zu einem echten Wachstums- und Ideentreiber nicht nur für Start-ups, sondern auch für den Mittelstand und die Industrie werden zu lassen. Daran wollen wir gemeinsam mit der Bundesregierung und dem Parlament arbeiten.



Anhang 1:

Klarstellung zum Anwendungsbereich des Kleinanlegerschutzgesetzes im Bereich Crowdlending und Peer-to- Peer Loans

Stellungnahme des German Crowdfunding Networks im
Deutschen Crowdsourcing Verband

zu dem Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes
der Bundesregierung

(Stand 15.08.2014)

German Crowdfunding Network beim
Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.

Karl-Liebknecht-Straße 34
10178 Berlin

Der DCV e.V. ist beim Amtsgericht Köln unter der VR Nummer 16943 eingetragen.

Der Gesetzesentwurf in der Fassung des Referentenentwurfs unterscheidet nicht nach den verschiedenen Formen des Crowdfunding, welche grundlegend unterschiedliche wirtschaftliche und rechtliche Risiken mit sich bringen. Vor allem muss zwischen kreditbasiertem Crowdfunding (Crowdlending) und beteiligungsbasiertem Crowdfunding (Crowdinvesting) unterschieden werden.

1. **Kreditbasiertes Crowdfunding (Lending-Based Crowdfunding, Crowdlending):** Die Geldgeber erhalten das Versprechen, dass ihnen der Betrag mit oder ohne Zinsen zurückgezahlt wird. Die Darlehen sind dabei nicht nachrangig ausgestaltet, sondern werden typischerweise von einer KWG-regulierten Vollbank ausgereicht.
2. **Beteiligungsbasiertes Crowdfunding (Equity-Based Crowdfunding, Crowdinvesting):** Die Geldgeber erhalten eine Beteiligung an zukünftigen Gewinnen des finanzierten Projekts oder, wenn das Investment mit Wertpapieranlagen verbunden ist, Anteile oder Schuldinstrumente.

Diese unterschiedlichen Arten des Crowfundings werden in allen gängigen Publikationen, in wissenschaftlichen Publikationen als auch in Kommentaren der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht voneinander getrennt betrachtet (vgl. Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers, V. Müller-Schmale, BaFin, 2. Juni 2014). Unter Verbraucherschutz- und aufsichtsrechtlichen Aspekten erscheint uns eine solche Differenzierung zwingend notwendig.

Nach dem vorliegenden Referentenentwurf besteht aufgrund der sehr weiten sprachlichen Fassung der Definition in § 1 Abs. 2 Vermögenanlagegesetz (VermAnlG) n.F. Rechtsunsicherheit in der Frage, ob Crowdlending zukünftig als prospektpflichtiges Angebot von Vermögenanlagen zu qualifizieren ist.

Die Entwurfsbegründung gibt keinen Hinweis darauf, dass der Gesetzgeber eine dahin gehende, sehr weitreichende Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen beabsichtigt, also die bloße Vermittlung bzw. den Handel mit nicht nachrangig ausgestalteten Darlehen prospektpflichtig machen möchte. Die rechtssystematischen Konsequenzen einer solchen Änderung werden im Entwurf nicht abgebildet und in der Begründung nicht diskutiert. Gleichzeitig würde sich die entstehende Rechtsunsicherheit potentiell existenzbedrohend auf die bestehenden Crowdlending-Plattformen auswirken. Crowdlending sollte daher durch eine entsprechende Klarstellung vom Anwendungsbereich des VermAnlG n.F. ausgenommen werden.

Das GCN schlägt die Anfügung des folgenden Satzes an Nummer 7 des § 1 Abs. 2 Vermögenanlagegesetz (VermAnlG) n.F. vor:

„Darlehen, deren Erstvergabe als Kreditgeschäft im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 Nummer 2 des Kreditwesengesetzes zu qualifizieren ist, sind auch bei einer Vermittlung oder Veräußerung in Form eines öffentlichen Angebots keine Vermögenanlagen im Sinne dieses Gesetzes.“

Die Besonderheit beim Crowdlending besteht darin, dass die Anleger in Kreditforderungen investieren, die in erster Instanz durch Kreditinstitute mit einer Lizenz nach dem KWG vergeben werden. Diese unterliegen der strengen Aufsicht der BaFin. Die Ausreichung der Darlehen ist als Kreditgeschäft aufsichtsrechtlich reguliert (§ 1 Abs. 1 Nr. 2 KWG). Die Vermittlung solcher nicht nachrangig ausgestalteter Darlehen und die Veräußerung der Darlehensrückzahlungsansprüche an Anleger, welche sowohl Privatpersonen als auch institutionelle Investoren sein können, unterliegt demgegenüber von jeher nicht diesen strengen Anforderungen, sondern ist auf Basis einer Gewerbeerlaubnis nach § 34c GewO möglich (vgl. hierzu das BaFin-Merkblatt – Hinweise zur Erlaubnispflicht der Betreiber und Nutzer einer internetbasierten Kreditvermittlungsplattform nach dem KWG vom 14. Mai 2007).

Die Anlageform bringt eine wesentlich geringere Risikobelastung für den Anleger mit sich als die anderen im Vermögensanlagengesetz geregelten Beteiligungsformen. Es handelt sich um ein reines Fremdkapitalinvestment, das wirtschaftlich nicht mit den übrigen Vermögensanlagen vergleichbar ist, insbesondere keine „Umgehungsstruktur“ im Sinne der Begründung zu § 1 Abs. 2 VermAnlG n.F. darstellt. Auch die BaFin differenziert insoweit in ihren aktuellen Publikationen sehr deutlich zwischen einer unternehmerischen (nachrangigen/Eigenkapital-)Beteiligung, die bei den anderen Vermögensanlagen gegeben sein kann, und der Stellung eines reinen Fremdkapitalgebers (vgl. etwa jüngst das BaFin Journal vom August 2014, S. 14 ff.: unternehmerische Beteiligung stelle ein „anderes und deutlich höheres als das allgemeine Insolvenzausfallrisiko“ dar). Es besteht außerdem schon aufgrund der Regulierung bei der Darlehensvergabe eine strenge Zugangskontrolle für Kreditnehmer.

Darüber hinaus können Anleger beim Crowdfunding bereits mit sehr geringen Anlagesummen (i.d.R. EUR 25,-) in Kreditprojekte investieren und dadurch ihre Anlagen im Portfolio diversifizieren, was auch das entsprechende Anlageverhalten belegt. Damit wird das Ausfallrisiko für den einzelnen Anleger erheblich reduziert. Unter Verbraucherschutzgesichtspunkten macht es vor diesem Hintergrund Sinn, die Anreize für Anleger so zu gestalten, dass sie in möglichst viele verschiedene Projekte investieren und nicht die gesamte Anlagesumme auf eines oder wenige Projekte aufteilen.

Das nach dem Entwurf zu unterschreibende Vermögensanlage-Informationsblatt würde allerdings genau das Gegenteil bewirken, da es für den Anleger einen höheren Aufwand bedeuten würde, immer wieder eine Unterschrift ableisten zu müssen. Für Anleger wäre es viel weniger anstrengend, die gesamte Anlagesumme in ein Projekt zu investieren um nur eine Unterschrift leisten zu müssen. Praktisch wird durch das Kleinanlegerschutzgesetz damit das Ausfallrisiko der Anleger erhöht.

Wie schon in der Stellungnahme ausgeführt, müsste die dort vorgesehene Privilegierung auf (partiarische) Nachrangdarlehen erweitert werden und die in § 2 Abs. 2 VermAnlG vorgesehenen Erleichterungen auch für das Crowdfunding, also für nicht nachrangig ausgestaltete Darlehen greifen. Dass die dort vorgesehene Begrenzung der Privilegierungen auf (partiarische) Nachrangdarlehen im Verbraucherschutzinteresse kontraproduktiv ist, haben wir als GCN bereits ausgeführt.

Stellungnahme zu den einzelnen geplanten Regelungen:

1. § 1 Abs. 2 Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) n.F.

§ 1 Abs. 2 Nummer 7 sieht vor, dass der Anwendungsbereich des VermAnlG weitreichend und ohne klar definierte Abgrenzung ausgebaut wird. Die Erweiterung des Anwendungsbereiches bezieht sich auf:

„ ... nicht in Wertpapiere ... und nicht als Anteile an Investmentvermögen ... ausgestaltete ... sonstige Anlagen, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren ... sofern die Annahme der Gelder nicht als Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 Nummer 1 des Kreditwesengesetzes zu qualifizieren ist.“

- a) Die gewählte Formulierung „sonstige Anlagen“ ist sehr weit gefasst. Es ist unklar, wie der Begriff der „sonstigen Anlagen“ abzugrenzen ist. Dadurch entsteht für Plattformbetreiber und Intermediäre eine große Rechtsunsicherheit. Bei dieser Formulierung wird unzureichend berücksichtigt, dass von der Änderung auch bereits im Sinne des KWG regulierte Instrumente betroffen sein könnten. Es besteht ein Risiko, dass Rechtsanwender die Regelung dahingehend auslegen, dass Forderungen aus bestehenden Kreditverträgen auf dem Zweitmarkt als Vermögensanlagen angesehen werden. Die Kreditvergabe ist jedoch ein bereits sehr breit und stark regulierter Markt und an strenge Kriterien und Prozesse gebunden. Sobald nach dem Kreditvergabeprozess aus Gründen der Risikostreuung eine Verteilung der Risiken stattfindet, würde fortan eine zweite Regulierungsschwelle einsetzen und somit eine unnötige Doppelregulierung stattfinden.

Das GCN sieht eine solche doppelte Regulierung in einem Zweitmarkt als unverhältnismäßig aufwändig und wirtschaftlich nicht vertretbar an. Gerade die Fähigkeit, Risiken, die bereits durch einen aufsichtsrechtlich regulierten Vergabeprozess begrenzt worden sind, zu verteilen und somit Risikokonzentrationen

zu vermeiden, stellt einen enormen volkswirtschaftlichen Mehrwert dar, der durch den Gesetzesentwurf nicht unterdrückt werden sollte.

Für das Crowdlending, bei dem Anleger in eine Vielzahl von (Teil-)Forderungen investieren und sich somit ein breit gestreutes Portfolio aufbauen können, stellt die o.g. Formulierung eine existenzielle Bedrohung dar. Durch eine solche Regulierung würde das Potenzial dieser Form des Crowdfundings komplett unterdrückt. Die Prospektspflicht sowie das Erstellen eines Vermögensanlagen-Informationsblattes würden zu prohibitiv hohen Transaktionskosten führen, die vor dem Hintergrund der ohnehin erfolgenden Vergabe dieser Kredite durch aufsichtsrechtlich regulierte Vollbanken in keinem Verhältnis zu einem etwaigen Nutzen solcher Verbraucherschutzmotivierter Restriktionen stehen.

Plattformen, die bereits seit dem Jahr 2008 existieren (z.B. auxmoney und smava), haben gezeigt, dass der derzeitige Gesetzesrahmen für das Funktionieren des Crowdlending-Marktes völlig ausreichend ist. Anleger haben überwiegend positive Renditen erzielt. Verlustrisiken sind durch den Risikograd erstrangiger Kreditforderungen, die durch KWG-regulierte Kreditinstitute vergeben werden, und durch die Fähigkeit zum breiten Diversifizieren kleinteiliger Kreditforderungen sehr gering.

- b) Die vorgeschlagene Änderung des Anwendungsbereiches bewirkt außerdem eine konträre Entwicklung zu der von der Europäischen Kommission angestrebten Förderung der bankenunabhängigen Finanzierung innerhalb der Europäischen Union. In einem Konsultationspapier aus dem Frühjahr 2014 wird ausdrücklich auf die Abhängigkeit der Wirtschaft von Bankenfinanzierungen hingewiesen. Es wurde als eine Priorität der Europäischen Union bezeichnet, diese Abhängigkeiten zu adressieren, zu reduzieren und komplementäre Alternativen für die Finanzintermediation zu schaffen. Auf die Notwendigkeit der Diversifizierung von Finanzierungsalternativen wurde ausdrücklich hingewiesen. Das Crowdlending dient als eine hervorragend geeignete komplementäre Alternative genau diesem Zweck und darüber hinaus der volkswirtschaftlichen Verteilung von Risiken, wird aber durch den Formulierungsvorschlag des Kleinanlegerschutzgesetzes in Deutschland so weit erschwert, dass es sich wirtschaftlich nicht mehr rechnet. Somit gerät Deutschland nicht nur im internationalen Crowdfunding-Wettbewerb ins Hintertreffen, sondern verfolgt eine Politik, die der von der Europäischen Kommission geforderten Förderung von bankenunabhängiger Finanzierung direkt entgegenwirkt. Die Bundesregierung verzichtet damit auf ein Instrument, das finanzmarktstabilisierend wirken kann. Denn systemische Risiken und Ansteckungspotentiale können beim Crowdlending bereits strukturell nicht entstehen, da lediglich eine bankenunabhängige Vermittlung unkorrelierter Risiken zwischen Nichtbanken-Marktteilnehmern stattfindet.

Aus den unter a und b genannten Gründen (Doppelregulierung, Behinderung bankenunabhängiger Finanzierung) fordert das GCN, Kreditforderungen aus dem Anwendungsbereich der Vermögensanlagen explizit auszuschließen und somit dem Kleinanleger den Zugang zu einer erfolgversprechenden Form des Crowdfundings zu ermöglichen.

Das GCN schlägt die Anfügung des folgenden Satzes an Nummer 7 des § 1 Abs. 2 Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) n.F. vor:

„Darlehen, deren Erstvergabe als Kreditgeschäft im Sinne des § 1 Absatz 1 Satz 2 Nummer 2 des Kreditwesengesetzes zu qualifizieren ist, sind auch bei einer Vermittlung oder Veräußerung in Form eines öffentlichen Angebots keine Vermögensanlagen im Sinne dieses Gesetzes.“



Anhang 2:

Semi-professionelle Investoren

Stellungnahme des German Crowdfunding Networks im
Deutschen Crowdsourcing Verband
zu dem Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes
der Bundesregierung

(Stand 15.08.2014)

German Crowdfunding Network beim
Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.

Karl-Liebknecht-Straße 34
10178 Berlin

Der DCV e.V. ist beim Amtsgericht Köln unter der VR Nummer 16943 eingetragen.

Unsere Ausführungen unter III. 1.c betreffend die Begrenzung von Einzelinvestment auf maximal EUR 10.000 möchten wir wie folgt konkretisieren:

Die Begrenzung von Einzelinvestments in § 2 Abs. 2 VermAnlG n.F. sollte grundsätzlich auf EUR 25.000 erhöht werden.

Darüber hinaus sollten Einzelinvestments, die über EUR 25.000 hinausgehen für **semiprofessionelle Anleger** im Sinne der Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds ("**EuVECA**" oder "**VC-Verordnung**") erlaubt sein. Dies würde gewährleisten, dass auf der einen Seite einem Anlegerschutz in einem ausreichenden Maße genüge getan wird und gleichzeitig kapitalstarke, erfahrene Ankerinvestoren investieren können, die aufgrund ihrer Kenntnisse und Erfahrungen bereit sind, auch einen größeren Betrag in Crowdfunding-Projekte zu investieren.

Der semi-professionellen Investor hat in der Regel einen ausreichenden Sachverstand, verfügt über Kenntnisse und Erfahrungen und ist oft gleichzeitig bereit sind, als sogenannter "Ankerinvestor" auch zum Schutze der Crowd einen größeren Geldbetrag zu investieren.

Die VC-Verordnung, die abweichend von der anderweitigen Umsetzung der AIFM-Richtlinie zur Förderung des Venture-Capital-Fonds-Bereiches unmittelbar in alle Mitgliedstaaten – ohne ein nationales Umsetzungsgesetz – seit dem 22. Juli 2013 in Kraft getreten ist, sieht Erleichterungen für den als förderungswürdig erachteten Venture-Capital-Fonds-Bereich vor.

Um sicherzustellen, dass sich der Vertrieb an Anleger richtet, deren Erfahrung, Wissen und Sachkenntnis sie befähigt eigene Anlageentscheidungen auch bei einem höheren Investitionsbetrag zu treffen und die Risiken angemessen einzuschätzen, und um das Vertrauen der Crowd zu wahren, sollten bestimmte Schutzvorkehrungen getroffen werden. Deshalb sollte sich der Vertrieb – neben der Crowd – an Anleger richten, die nach der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlament und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) entweder professionelle Kunden sind oder als professionelle Kunden behandelt werden können. Darüber hinaus sollten auch bestimmte andere Anleger, einschließlich vermögender Privatpersonen (insbesondere sog. Business Angels) Zugang zu Crowdfunding haben.

Die Kategorie der "semi-professionellen" nach EuVECA ist an folgende Bedingungen geknüpft:

- Investment in Höhe von mindestens EUR 100.000,00
- Erklärung über Risikobewusstsein ("Kompetenzerklärung")

In Anlehnung an diese Regelung sollte in Betracht gezogen werden, dass neben "Kleinanlegern" auch professionelle und semi-professionelle Investoren im Rahmen der Crowdfunding-Ausnahme nach dem Kleinanlegerschutzgesetz investieren dürfen. Der semi-professionelle Anleger würde damit erlauben, Business-Angel über die Crowdfunding-Plattformen in ein Projekt zu investieren.

Insoweit schlagen wir folgende Formulierung zu § 1 VermAnlG vor:

"(3) Neben den in Absatz 2 genannten Anleger, welche jeweils maximal EUR [●●●●] investieren dürfen, können Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Absatz 2 an Anleger, die als professionelle Kunden gemäß Anhang II Abschnitt I der Richtlinie 2004/39/EG betrachtet werden oder gemäß Anhang II Abschnitt II der Richtlinie 2004/39/EG auf Antrag als professionelle Kunden behandelt werden können, oder andere Anleger, sofern diese

- a) sich verpflichten, mindestens EUR 100.000,00 zu investieren und
- b) in einer vom Vertrag über die Investitionsverpflichtung getrennten Erklärung angeben, dass sie sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst sind, investieren."

Absatz 3 verschiebt sich in Absatz 4.



Anhang 3: Werbeverbot

Stellungnahme des German Crowdfunding Networks im
Deutschen Crowdsourcing Verband
zu dem Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes
der Bundesregierung

(Stand 15.08.2014)

German Crowdfunding Network beim
Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.

Karl-Liebknecht-Straße 34
10178 Berlin

Der DCV e.V. ist beim Amtsgericht Köln unter der VR Nummer 16943 eingetragen.

Unsere Ausführungen unter III. 2 zu § 12 VermAnIG-Entwurf betreffend die „Ankündigung und Bewerbung von Vermögensanlagen“ möchten wir wie folgt konkretisieren:

Die Anwendung des Werbeverbots nach § 12 VermAnIG-Entwurf würde **Crowdinvesting für Startups und Unternehmen praktisch unmöglich** machen. Wir fordern, dass insbesondere die folgenden derzeit im Crowdinvesting üblichen Werbemethoden weiter grundsätzlich zulässig bleiben:

- Posts in den sozialen Netzwerken (Bsp.: Facebook, Twitter), und deren virale Weiterverbreitung;
- Bannerwerbungen für die Vermögensanlagen;
- Pressemitteilungen zum Start des Crowdinvestings;
- Retargeting-Banner;
- Weiterempfehlungen durch Fans des Startups/ Unternehmens;
- Berichte von Investoren auf Blogs und in den sozialen Netzwerken;

Die nach § 12 Abs.1 Nr.1 VermAnIG-Entwurf vorgesehene Beschränkung auf Wirtschaftsmedien ist insbesondere für Unternehmen aus den Bereichen **Social-Entrepreneurship, regenerative Energien, Nachhaltigkeit**, die auf eine Finanzierung durch Crowdinvesting angewiesen sind, **existenzbedrohend**. Den Anlegern solcher Projekte geht es typischerweise immer auch um soziale und ökologische Aspekte, für die das Startup oder Unternehmen mit Hilfe der Investitionen eine Lösung anbieten will. Die Aussicht auf Erlösbeteiligung spielt für Anleger solcher Projekte nicht die alleine ausschlaggebende Rolle, weshalb diese Zielgruppe in den Wirtschaftsmedien nicht zu finden sein wird.

Außerdem ist die Leserschaft von Wirtschaftsmedien stark männlich dominiert wie die Mediadaten der führenden Zeitschriften und Portale zeigen. Exemplarisch werden hier die aktuellen Mediadaten von zwei der führenden Anbieter genannt: Leserschaft „Wirtschaftswoche“: 61% Männer vs. 37% Frauen. Leserschaft „Handelsblatt online“: 68% Männer vs. 32% Frauen. Durch die Beschränkung auf männlich geprägte Medien würden **Frauen** systematisch in der Information über Crowdinvesting-Projekte benachteiligt werden und es käme somit zu einer **starken Ungleichbehandlung**.

Wir fordern darum explizit die Werbung grundsätzlich in allen Online und Offline-Medien möglich zu machen.

Um zu gewährleisten, dass sowohl den Interessen der Startups und Unternehmen an einer zur erfolgreichen Finanzierung durch Crowdinvesting notwendigen Ankündigung und Bewerbung ihrer Vermögensanlagen, als auch den schutzwürdigen Interessen der Anleger in einem ausreichenden Maße genüge getan wird, ist die Werbung für Vermögensanlagen an bestimmte Bedingungen zu knüpfen.

Wir schlagen deshalb die folgende Formulierung für einen neuen Entwurf des § 12 VermAnIG vor:

„§ 12

Ankündigung und Bewerbung von Vermögensanlagen

1. Unbeschadet anderer gesetzlicher Vorschriften und Veröffentlichungspflichten ist die Ankündigung oder die Bewerbung von öffentlich angebotenen Vermögensanlagen durch deren Emittenten, Anbieter, Internet-Dienstleistungsplattform gemäß § 2 Abs.2 Satz 4 VermAnIG, oder anderer von einem dieser Unternehmen beauftragter Dritter in Werbebannern, sozialen Netzwerken und anderen elektronischen Medien, in denen Texte üblicherweise in geringerer Wörterzahl kommuniziert werden, als dies zur Mitteilung des Hinweises nach Abs. 3 erforderlich wäre, unzulässig, wenn

sie konkrete Renditeaussichten enthält, ohne darin in ausreichender Schriftgröße darauf hinzuweisen, dass es sich bei dieser Vermögensanlage um „Risikokapital“ handelt, oder in anderer Weise vor einem Totalverlust gewarnt wird,

sie Hyperlinks auf die Website des Emittenten, des Anbieters, der Internet-Dienstleistungsplattform gemäß § 2 Abs.2 Satz 4 VermAnlgG, oder anderer von einem dieser Unternehmen beauftragter Dritter enthält, und auf der verlinkten Website kein Hinweis gemäß Abs. 3 enthalten ist und nicht nach höchstens einem weiteren Hyperlink der Verkaufsprospekt oder das Vermögensanlagen-Informationsblatt zugänglich gemacht wird, sofern die Veröffentlichung eines Verkaufsprospektes oder Vermögensanlagen-Informationsblattes gesetzlich vorgeschrieben ist.

2. Eine Ankündigung und Bewerbung, in der auf die wesentlichen Merkmale der Vermögensanlage hingewiesen wird, muss einen Hinweis auf den Verkaufsprospekt und dessen Veröffentlichung oder das Vermögensanlagen-Informationsblatt enthalten, sofern eine gesetzliche Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospektes oder eines Vermögensanlagen-Informationsblattes besteht. Bei Ankündigungen und Bewerbungen in E-Mails und im Internet kann dieser Hinweis durch einen Hyperlink zu einer Website ersetzt werden, auf der der Verkaufsprospekt oder das Vermögensanlagen-Informationsblatt zugänglich gemacht wird.
3. Eine Ankündigung und Bewerbung von Vermögensanlagen muss den folgenden drucktechnisch hervorgehobenen Hinweis enthalten: „Der Erwerb einer Vermögensanlage ist mit nicht unerheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlustes.“ Von dieser Hinweispflicht ausgenommen sind Ankündigungen und Bewerbungen in Werbebannern, sozialen Netzwerken und anderen elektronischen Medien, in denen Texte üblicherweise in geringerer Wörterzahl kommuniziert werden, als dies zur Mitteilung des Hinweises erforderlich wäre.
4. Eine Ankündigung und Bewerbung nach Absatz 1 darf keinen Hinweis auf die Befugnisse der Bundesanstalt nach diesem Gesetz enthalten.“



Anhang 4:

Vermögensanlage-Informationsblatt

Stellungnahme des German Crowdfunding Networks im
Deutschen Crowdsourcing Verband
zu dem Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes
der Bundesregierung

(Stand 15.08.2014)

German Crowdfunding Network beim
Deutscher Crowdsourcing Verband e.V.

Karl-Liebnecht-Straße 34
10178 Berlin

Der DCV e.V. ist beim Amtsgericht Köln unter der VR Nummer 16943 eingetragen.

Unsere Ausführungen unter III. 3 zu § 13 Abs.7 VermAnlG-Entwurf betreffend die Bestätigung des Erhalts und der Kenntnisnahme des Vermögensanlagen-Informationsblattes durch die Unterschrift des Anlegers möchten wir wie folgt konkretisieren:

Da der mögliche Zweck der Schriftform, die Identität des Anlegers erkennbar zu machen, beim Crowdfunding bereits durch das Geldwäschegesetz ausreichend erfüllt wird, gehen wir entsprechend der Begründung des Referentenentwurfes davon aus, dass § 13 Abs.7 VermAnlG-Entwurf ausschließlich der Warnung des Anlegers, bzw. dem Schutz vor dessen Übereilung dient.

Wir unterstützen diese Absicht des Gesetzgebers.

Gleichwohl bestehen wie in der Stellungnahme beschrieben aus Sicht der Emittenten, Anbieter und Crowdfunding-Plattformen erhebliche Gründe, die gegen die Umsetzung dieser Warnfunktion durch die Notwendigkeit der Schriftform sprechen. Im Hinblick auf die im Crowdfunding üblichen Vertragsabschlüsse über Fernkommunikationsmittel, welche dem Anleger ein gesetzliches Widerrufsrecht einräumen, sehen wir den Anleger bereits hierdurch ausreichend geschützt.

Um zu gewährleisten, dass sowohl dem Interesse der Startups, Unternehmen und Crowdfundingplattformen an Kosteneinsparung und Aufwandsoptimierung, als auch dem schutzwürdigen Interesse der Anleger an einer Warnung vor übereilten Investitionen im ausreichenden Maße genüge getan wird, schlagen wir vor, § 13 Abs.7 VermAnlG um die folgende Ausnahmeregelung als Satz 3 zu ergänzen:

„Wird dem Anleger ein Widerrufsrecht nach dem Bürgerlichen Gesetzbuch eingeräumt, so kann ihm das Vermögensanlagen-Informationsblatt abweichend von den Sätzen 1 und 2 auf einem dauerhaften Datenträger zur Verfügung gestellt werden, wenn er dessen Erhalt und Kenntnisnahme bei Vertragsschluss bestätigt.“

Kommentierung zur Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes

Der Bundesrat hat in seiner Stellungnahme vom 06.02.2015 zum Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes (Drucksache 638/14) zahlreiche vom German Crowdfunding Network (GCN), dem Branchenverband der Crowdfunding-Branche, angeregte Änderungsvorschläge aufgegriffen. Der Bundesrat beabsichtigt, damit Schwarmfinanzierungen in Deutschland zu fördern und das Finanzierungsumfeld für junge Unternehmen zu verbessern, ohne Abstriche beim Verbraucherschutz zu machen. Dies begrüßt das GCN ausdrücklich.

Lediglich bei einigen wenigen, nunmehr vom Bundesrat angeregten Änderungen würden Crowdfunding in Deutschland dagegen erheblich erschwert oder sogar unmöglich gemacht werden. Da bei diesen Änderungsvorschlägen davon auszugehen ist, dass die Auswirkungen auf die Crowdfunding-Branche nicht beabsichtigt wurden, werden diese weiter unten kommentiert.

Ziffer der Stellungnahme	GCN-Einschätzung	Begründung (nur bei Abweichung vom Bundesrat)
2 (Prüfung der Auswirkungen auf Verkauf von GmbH- und GbR-Anteilen)	Zustimmung	
3 (Harmonisierung der Höchstsummen für Crowdfundings / Bewerbung von Crowdfundings in den sozialen Medien)	Zustimmung	<p>Der Bundesrat hat empfohlen, in Bezug auf die 1 Mio. Euro- Grenze pro Projekt und die 10.000 Euro- Grenze pro Investor an die Plattformen ein europaweites Benchmarking zu erstellen. In diesem Zusammenhang sei auf die Regelungen in den folgenden EU-Ländern hingewiesen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Großbritannien Ausnahme von der Prospektus-Richtlinie: 5 Mio Euro Maximales Einzelinvestment pro Person beschränkt auf 10% des Vermögens • Italien Ausnahme von der Prospektus-Richtlinie: 5 Mio Euro Kein maximales Einzelinvestment • Niederlande Ausnahme von der Prospektus-Richtlinie: 2,5 Mio Euro Maximales Einzelinvestment: 20.000 Euro pro Person pro Jahr • Finnland Ausnahme von der Prospektus-Richtlinie: 1,5 Mio Euro Kein maximales Einzelinvestment <p>Zur konkreten Umsetzung der Empfehlung des Bundesrates verweisen wir auf unsere Änderungsvorschläge zu § 2a Abs. 1 und § 12 Abs. 1 Vermögensanlagegesetz n.F.</p>

4 (Plattformverantwortlichkeit für das VIB)	Ablehnung	<ul style="list-style-type: none"> - Das VIB wird von den Projekten/Unternehmen zur Verfügung gestellt. Die Crowdfunding-Plattformen sind lediglich Vermittler. Eine Pflicht der Plattformen, das VIB zur Verfügung zu stellen, könnte eine Haftung der Plattformen für die Inhalte des VIBs nach sich ziehen. - Das GCN bittet daher um Klarstellung, dass eine Haftung für die inhaltliche Richtigkeit des VIBs hierdurch nicht begründet wird.
5 (Anhebung der 1 Mio €-Höchstsumme)	Zustimmung	<ul style="list-style-type: none"> - Das GCN schlägt vor, die Höchstsumme auf 5 Mio. Euro zu erhöhen.
7 (Anpassung der individuellen Höchstsummen an die persönlichen Verhältnisse)	Zustimmung	
8 (Erweiterung der Befreiungen für soziale und gemeinnützige Projekte)	Zustimmung	
10 (50.000 € Minimumkapital bei Projekten)	Ablehnung	<ul style="list-style-type: none"> - Im Bereich der Schwarmfinanzierungen werden die meisten Projekte die Anforderungen an ein Minimumkapital nicht erfüllen können. Insbesondere junge Unternehmen haben kein Minimumkapital von 50.000 €. Auch sind die weiteren Organisationspflichten zu unbestimmt und bergen die Gefahr, uferlos ausgelegt zu werden. Die Regelung würde Crowdfunding in Deutschland nahezu unmöglich machen.
13 (Prüfung des VIBs durch die BaFin)	Ablehnung	<ul style="list-style-type: none"> - Im Rahmen der Crowdfunding-Ausnahme findet keine Prospektprüfung durch die BaFin statt, weshalb eine isolierte Prüfung des VIBs durch die BaFin nicht praktikabel ist.
16 (Beseitigung des Medienbruchs beim VIB)	Zustimmung	<ul style="list-style-type: none"> - Zur konkreten Umsetzung der Empfehlung des Bundesrates verweisen wir auf unseren Änderungsvorschlag zu § 15 Abs. 3 Vermögensanlagegesetz n.F.
17 (Kein Ermessenspielraum beim Untersagen von Werbung)	Ablehnung	<ul style="list-style-type: none"> - Die Abgrenzung, welche Werbeformen erlaubt sind und welche nicht, ist nach dem Gesetz nur schwer zu treffen. Daher sollte ein Tätigwerden der BaFin eine Ermessensentscheidung der BaFin bleiben.
19 (Rechtsfolge der Nichtigkeit)	Ablehnung	<ul style="list-style-type: none"> - Eine Nichtigkeit ist nicht im Verbraucherschutzinteresse, da ansonsten eine jahrelange Rechtsunsicherheit für alle Beteiligten entsteht.
24 (Ausnahme für Genossenschaften vom KAGB)	Zustimmung	
25 (Überprüfung der Belastungen für Bürgerenergieprojekte)	Zustimmung	
26 (Ausnahme in der GewO für Genossenschaften)	Zustimmung	
Alle anderen Ziffern	Neutral	

Vermögensanlagengesetz

Regelung des Gesetzesentwurfes	Änderungsvorschlag	Begründung
<p style="text-align: center;">§ 2a Befreiungen für Schwarmfinanzierungen</p> <p>(1) Die §§ 5a, 6 bis 11a, § 12 Absatz 2, § 14 Absatz 1 Satz 1 und Absatz 3 Satz 1, §§ 15a, 17, 18 Absatz 1 Nummer 2 bis 6, § 19 Absatz 1 Nummer 2, §§ 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 eine Million Euro nicht übersteigt.</p>	<p style="text-align: center;">§ 2a Befreiungen für Schwarmfinanzierungen</p> <p>(1) Die §§ 5a, 6 bis 11a, § 12 Absatz 2, § 14 Absatz 1 Satz 1 und Absatz 3 Satz 1, §§ 15a, 17, 18 Absatz 1 Nummer 2 bis 6, § 19 Absatz 1 Nummer 2, §§ 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 öffentlich angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten fünf Millionen Euro nicht übersteigt.</p>	<p>Die Einschränkung auf partiarische Nachrangdarlehen ist nicht sinnvoll, da dadurch der Markt verzerrt wird. Andere Instrumente wie Stille Beteiligungen können je nach Konstellation mehr im Verbraucherschutzinteresse sein, werden aber schlechter gestellt nach dem Gesetzesentwurf.</p> <p>Die Höchstsumme für Crowdfunding sollte sich an den Höchstsummen in Großbritannien, Niederlande und Frankreich orientieren, um für Crowdfunding in Deutschland keinen Wettbewerbsnachteil zu erzeugen. Außerdem wird der Schutz für Anleger vor unterkapitalisierten Unternehmen erhöht und Anleger sind bereits über individuelle Höchstsummen gesichert §2a Absatz 3.</p> <p>Die Kleinanleger sollen auch vor Benachteiligung im Vergleich mit anderen Investoren geschützt werden, um den Kapitalbedarf der Projekte zu decken (Vermeidung einer „Zwei-Klassen-Gesellschaft“)..</p>

<p>(2) § 24 Absatz 1 bis 4 ist im Fall des Absatzes 1 mit der Maßgabe anzuwenden, dass nach diesem Gesetz ein Lagebericht nicht erstellt werden muss. Abweichend von § 15 ist das Vermögensanlagen-Informationsblatt im Fall des Absatzes 1 einem Anleger oder einem am Erwerb einer Vermögensanlage Interessierten nicht zu übermitteln oder zur Verfügung zu stellen und dessen Erhalt und Kenntnisnahme nicht durch Unterschrift zu bestätigen, sofern der Gesamtbetrag der erworbenen oder zu erwerbenden Vermögensanlagen desselben Emittenten 250 Euro nicht übersteigt.</p>	<p>(2) § 24 Absatz 1 bis 4 ist im Fall des Absatzes 1 mit der Maßgabe anzuwenden, dass nach diesem Gesetz ein Lagebericht nicht erstellt werden muss. Abweichend von § 15 ist das Vermögensanlagen-Informationsblatt im Fall des Absatzes 1 einem Anleger oder einem am Erwerb einer Vermögensanlage Interessierten nicht zu übermitteln oder zur Verfügung zu stellen und dessen Erhalt und Kenntnisnahme nicht durch Unterschrift zu bestätigen, sofern der Gesamtbetrag der erworbenen oder zu erwerbenden Vermögensanlagen desselben Emittenten 250 Euro nicht übersteigt.</p>	<p>Redaktionelle Folgeänderung der vorgeschlagenen Änderung des § 15</p>
<p>(3) Die Befreiung nach den Absätzen 1 und 2 ist nur auf Vermögensanlagen anwendbar, die ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden, die durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet ist, zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Vermögensanlagen desselben Emittenten, die von einem Anleger erworben werden können, folgende Beträge nicht übersteigt:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 1 000 Euro, 2. 10 000 Euro, sofern der jeweilige Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100 000 Euro verfügt, oder 3. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10 000 Euro. 	<p>(3) Die Befreiung nach den Absätzen 1 und 2 ist nur auf Vermögensanlagen anwendbar, die ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden, die durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet ist, zu prüfen bei der Vermittlung prüft, ob der Gesamtbetrag der Vermögensanlagen desselben Emittenten, die von einem Anleger, bei dem es sich um eine natürliche Person handelt, erworben werden können, folgende Beträge nicht übersteigt:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 1 000 Euro, oder 2. ein Zehntel des frei verfügbaren Vermögens des jeweiligen Anlegers in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, oder 3. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10 000 Euro. 	<p>Der Entwurfstext nimmt offenbar Bezug auf die neu einzuführende gesetzliche Verpflichtung nach § 31 Abs. 5a WpHG. Das WpHG sieht aber verschiedene Ausnahmen vor, bei denen der Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nicht erfüllt ist und diese Verpflichtung daher nicht greift. Auch Crowdfunding-Plattformen, die – wie häufig der Fall – diesen Ausnahmen unterfallen, müssen zur Prüfung der Schwellenwerte verpflichtet sein und im Gegenzug von der Regelung des § 2a profitieren. Daher schlägt das GCN vor, das Erfordernis der Prüfung der Schwellenwerte in das VermAnIG selbst zu verlagern.</p> <p>Wer ein besonders hohes Nettoeinkommen oder ein besonders hohes Vermögen hat, muss auch mehr investieren dürfen. Eine relative Beschränkung genügt als Schutzmechanismus für Verbraucher. Ein absoluter Schwellenwert ist nicht sinnvoll, denn größere Co-Investments von semi-professionellen Privatanlegern sollten über die Plattform zu identischen Konditionen möglich sein, zu denen auch die Kleinanleger investieren. Solche Co-Investments schützen die gleichzeitig investierenden Kleinanleger vor Unterkapitalisierung der</p>

		<p>Projekte und Benachteiligung bei den Investment-Konditionen.</p> <p>Eine Begrenzung auf ein Zehntel des Vermögens entspricht dem Geist des Regelungsvorschlags.</p> <p>Da das Gesetz dem Verbraucherschutz dient, sollten die Schwellenwerte nur für Investments von natürlichen Personen gelten. Institutionelle Investoren sind nicht schutzbedürftig. Größere Co-Investments von Institutionellen sollten über die Plattform zu identischen Konditionen möglich sein, zu denen auch die Kleinanleger investieren, um das Entstehen einer „Zwei-Klassen-Gesellschaft“ zu vermeiden und die Kleinanleger vor Unterkapitalisierung der Projekte zu schützen.</p>
<p style="text-align: center;">§ 12 Bewerbung von Vermögensanlagen</p> <p>(1) Emittenten und Anbieter dürfen öffentlich angebotene Vermögensanlagen nur bewerben, wenn</p> <p>1. die Werbung in der Presse erfolgt,</p> <p>[...]</p>	<p style="text-align: center;">§ 12 Bewerbung von Vermögensanlagen</p> <p>(1) Emittenten und Anbieter dürfen öffentlich angebotene Vermögensanlagen nur bewerben, wenn</p> <p>1. die Werbung in der Presse erfolgt,</p> <p>2. die Werbung im Internet erfolgt, ohne dass sie konkrete Renditeversprechen oder -aussichten enthält,</p> <p>[...(unverändert mit angepasster Nummerierung)]</p>	<p>Crowdinvestings werden vor allem online in den sozialen Medien, in Blogs und mit Bannern beworben.</p> <p>Wenn keine Renditeaussagen gemacht werden, besteht auch nicht die Gefahr, dass Verbraucher angelockt oder in die Irre geführt werden. Daher ist dies eine mildere Maßnahme als komplettes Verbot von Werbung im Internet, bei dennoch gleicher Schutzwirkung.</p>
<p>(3) Der Anbieter hat dafür zu sorgen, dass in Bewerbungen nach Absatz 1 der folgende deutlich hervorgehobene Hinweis aufgenommen wird: ‚Der Erwerb einer Vermögensanlage ist mit nicht unerheblichen Risiken verbunden und kann zum voll-ständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlustes‘.</p>	<p>(3) Der Anbieter hat dafür zu sorgen, dass in Bewerbungen nach Absatz 1, in denen auf die wesentlichen Merkmale der Vermögensanlage hingewiesen wird, der folgende deutlich hervorgehobene Hinweis aufgenommen wird: ‚Der Erwerb einer Vermögensanlage ist mit nicht unerheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Grundsätzlich gilt: Je höher die angestrebte Rendite oder der Ertrag, desto größer das Risiko eines Verlustes‘.</p>	<p>Gleiche Formulierung wie bei §12 Absatz 2, da der vorgesehene Text zu lang ist, um ihn auf kleineren Zeitungsanzeigen, Bannern, in den sozialen Netzwerken und bei Google-Anzeigen zu verwenden.</p>

<p style="text-align: center;">§ 15 Anlegerinformation</p> <p>(3) Der Erhalt und die Kenntnisnahme des Vermögensanlagen-Informationsblatts sind vom Anleger vor Vertragsschluss unter Nennung von Ort und Datum durch seine Unterschrift mit Vor- und Familiennamen auf dem Vermögensanlagen-Informationsblatt zu bestätigen. Der Anbieter und der Anleger erhalten je eine Ausfertigung des unterschriebenen Vermögensanlagen-Informationsblatts; die Übermittlung einer Telekopie oder eines elektronischen Dokuments ist zulässig.</p>	<p style="text-align: center;">§ 15 Anlegerinformation</p> <p>(3) Der Erhalt und die Kenntnisnahme des Vermögensanlagen-Informationsblatts sind vom Anleger vor Vertragsschluss unter Nennung von Ort und Datum durch seine Unterschrift mit Vor- und Familiennamen auf dem Vermögensanlagen-Informationsblatt zu bestätigen. Der Anbieter und der Anleger erhalten je eine Ausfertigung des vom Anleger bestätigten Vermögensanlagen-Informationsblatts; die Übermittlung einer Telekopie oder eines elektronischen Dokuments ist zulässig.</p>	<p>Im Internet muss es auch genügen, wenn ein Anleger aktiv Datum, Ort, Vor- und Familiennamen eintippt und dann das VIB bestätigt.</p> <p>Der Investor bekommt also das VIB im Volltext eingeblendet und muss dann als Bestätigung des VIBs seinen Vor- und Nachnamen, das Datum und den Ort eintippen. Das ist dann derselbe Aufwand wie wenn man das handschriftlich macht, nur dass es eben elektronisch gemacht werden kann.</p> <p>So wird das beispielsweise schon bei Markenmeldungen in den USA gemacht</p>
<p style="text-align: center;">§ 22 Haftung bei unrichtigem Vermögensanlagen- Informationsblatt</p> <p>(4a) Der Erwerber kann von dem Anbieter die Übernahme der Vermögensanlage gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Erwerbspreis der Vermögensanlage nicht überschreitet, und der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen, wenn</p> <p>[...]</p> <p>3. das Vermögensanlagen-Informationsblatt von ihm nicht nach § 15 Absatz 3 Satz 1 unterschrieben wurde.</p>	<p style="text-align: center;">§ 22 Haftung bei unrichtigem Vermögensanlagen- Informationsblatt</p> <p>(4a) Der Erwerber kann von dem Anbieter die Übernahme der Vermögensanlage gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Erwerbspreis der Vermögensanlage nicht überschreitet, und der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen, wenn</p> <p>[... (unverändert)]</p> <p>3. das Vermögensanlagen-Informationsblatt von ihm nicht nach § 15 Absatz 3 Satz 1 bestätigt wurde.</p>	<p>Redaktionelle Folgeänderung der vorgeschlagenen Änderung des § 15</p>

<p align="center">§ 32 Übergangsvorschriften</p>	<p align="center">§ 32 Übergangsvorschriften</p>	
<p>(10) Auf Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Absatz 2 Nummer 3, 4 und 7 in der ab dem ... (einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 13 dieses Gesetzes) geltenden Fassung, die erstmals nach dem ... (einsetzen: ein Tag vor Datum des Inkrafttretens nach Artikel 13 dieses Gesetzes) öffentlich angeboten werden, ist dieses Gesetz ab dem 1. Juli 2015 anzuwenden. Auf Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Absatz 2 Nummer 3, 4 und 7 in der ab dem ... (einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 13 dieses Gesetzes) geltenden Fassung, die vor dem ... (einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 13 dieses Gesetzes) öffentlich angeboten wurden, ist dieses Gesetz ab dem 1. Januar 2016 anzuwenden. In öffentlichen Angeboten von Vermögensanlagen nach Satz 2 ist bis zum 1. Januar 2016 auf den Umstand des Satzes 1 hinzuweisen. Im Hinblick auf die Pflichten nach §§ 11 und 11a gilt das öffentliche Angebot für Vermögensanlagen im Sinne des Satzes 2 ab dem 1. Januar 2016 als beendet.</p>	<p>(10) Auf Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Absatz 2 Nummer 3, 4 und 7 in der ab dem ... (einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 13 dieses Gesetzes) geltenden Fassung, die erstmals nach dem ... (einsetzen: ein Tag vor Datum des Inkrafttretens nach Artikel 13 dieses Gesetzes) öffentlich angeboten werden, ist dieses Gesetz ab dem 1. Juli 2015 anzuwenden. Auf Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Absatz 2 Nummer 3, 4 und 7 in der ab dem ... (einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 13 dieses Gesetzes) geltenden Fassung, die vor dem ... (einsetzen: Datum des Inkrafttretens nach Artikel 13 dieses Gesetzes) öffentlich angeboten wurden, ist dieses Gesetz ab dem 1. Januar 2016 anzuwenden. In öffentlichen Angeboten von Vermögensanlagen nach Satz 2 ist bis zum 1. Januar 2016 auf den Umstand des Satzes 1 hinzuweisen. Im Hinblick auf die Pflichten nach §§ 11 und 11a gilt das öffentliche Angebot für Vermögensanlagen im Sinne des Satzes 2 ab dem 1. Januar 2016 als beendet. §§11a und 23 bis 26 sind auf Vermögensanlagen im Sinne des Satzes 2 nicht anzuwenden.</p>	<p>Ohne die Ergänzung müssten alle Unternehmen, die in der Vergangenheit nicht unter die Prospektpflicht gefallen sind und jetzt unter die Prospektpflicht fallen, ab dem 1. Januar 2016 die neuen weiter gehenden Informationspflichten erfüllen.</p> <p>Das betrifft nicht nur bisherige Crowdfinanzierungen, sondern auch potentiell zehntausende andere bisher nicht prospektpflichtige Finanzierungen aus der Vergangenheit. Die entsprechenden Emittenten sind hierauf in keiner Weise eingestellt, nehmen das Entstehen einer entsprechenden Verpflichtung eventuell auch gar nicht zur Kenntnis, und müssen Vertrauensschutz genießen, nicht mit solchen aufwändigen, kostenträchtigen und haftungsrelevanten Folgepflichten belastet zu werden.</p>

Wertpapierhandelsgesetz		
Regelung des Gesetzesentwurfes	Änderungsvorschlag	Begründung
<p style="text-align: center;">§ 31 Allgemeine Verhaltensregeln</p> <p>(5a) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat vor der Vermittlung des Vertragsschlusses über eine Vermögensanlage im Sinne des § 2a des Vermögensanlagengesetzes von dem Kunden insoweit eine Selbstauskunft über dessen Vermögen oder dessen Einkommen einzuholen, wie dies erforderlich ist, um prüfen zu können, ob der Gesamtbetrag der Vermögensanlagen desselben Emittenten, die von dem Kunden erworben werden, folgende Beträge nicht übersteigt:</p> <p>1. 10 000 Euro, sofern der jeweilige Anleger nach seiner Selbstauskunft über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100 000 Euro verfügt, oder</p> <p>2. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers, höchstens jedoch 10 000 Euro.</p> <p>[...]</p>	<p style="text-align: center;">§ 31 Allgemeine Verhaltensregeln</p> <p>(5a) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat vor der Vermittlung des Vertragsschlusses über eine Vermögensanlage im Sinne des § 2a des Vermögensanlagengesetzes von dem Kunden, die natürliche Personen sind, insoweit eine Selbstauskunft über deren Vermögen oder deren Einkommen einzuholen, wie dies erforderlich ist, um prüfen zu können, ob der Gesamtbetrag der Vermögensanlagen desselben Emittenten, die von dem Kunden erworben werden, folgende Beträge nicht übersteigt:</p> <p>1. ein Zehntel des frei verfügbares Vermögens des jeweiligen Anlegers in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, oder</p> <p>2. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers, höchstens jedoch 10 000 Euro.</p> <p>[... (unverändert)]</p>	<p>Da das Gesetz dem Verbraucherschutz dient, sollten die Schwellenwerte nur für Investments von natürlichen Personen gelten. Institutionelle Investoren sind nicht schutzbedürftig. Größere Co-Investments von Institutionellen sollten über die Plattform zu identischen Konditionen möglich sein, zu denen auch die Kleinanleger investieren. Solche Co-Investments schützen die gleichzeitig investierenden Kleinanleger vor Unterkapitalisierung der Projekts und Benachteiligung bei den Investment-Konditionen.</p>