

# Stellungnahme

## Evaluierung Kleinanlegerschutzgesetz; §§ 2a bis 2c Vermögensanlagengesetz

30. September 2016

Seite 1

### Zusammenfassung

Anzeichen deuten darauf hin, dass der Erlass des Kleinanlegerschutzgesetzes die Entwicklung des Crowdfinancing für Start-ups gebremst hat. Die Bereichsausnahme nach § 2a VermAnlG muss unbedingt erhalten bleiben. Sie verhindert, dass kleine und junge Unternehmen bei öffentlichen Finanzierungsangeboten mit voller Wucht von der Kapitalmarktregulierung erfasst werden. Bestünde die Bereichsausnahme nicht, blieben öffentliche Finanzierungen durch Kleinanleger für viele Start-ups verschlossen, weil für sie die Anforderungen einer Kapitalmarktfinanzierung nicht erfüllbar sind. Allerdings sollte die Bereichsausnahme für weitere Anlageformen geöffnet und die Betragsgrenzen für Investitionen einzelner Anleger sowie für das gesamte Emissionsvolumen einer Finanzierung über die Crowd erhöht werden.

### 1. Einleitung

Mit dem [Kleinanlegerschutzgesetz vom 3. Juli 2015](#) wollte der Gesetzgeber Regelungslücken der Kapitalmarktregulierung vor allem im Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) schließen und die Transparenz von Vermögensanlagen für private Anleger erhöhen. Gleichzeitig sollten die Möglichkeiten der Start-up-Finanzierung durch das Crowdfinancing<sup>1</sup> nicht zu sehr eingeschränkt werden. Daher wurde für das Crowdfinancing in § 2a VermAnlG eine Bereichsausnahme geschaffen, die Finanzierungen über die Crowd unter bestimmten Voraussetzungen von einzelnen Regulierungsvorgaben (z.B. Prospektpflicht, Pflicht zur Vorlage eines geprüften Jahresabschlusses) befreit. Die Bereichsausnahme und ihre Wirkungen sollen ein Jahr nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes evaluiert werden. Hierfür hat das Bundesministerium der Finanzen (BMF) Bitkom um eine Bewertung gebeten. Bitkom bedankt sich für die Gelegenheit zur Stellungnahme und nimmt diese mit dem vorliegenden Positionspapier gern wahr.

Bundesverband  
Informationswirtschaft,  
Telekommunikation  
und Neue Medien e.V.

**Thomas Kriesel**  
**Bereichsleiter Steuern,**  
**Unternehmensrecht und -finanzierung**  
T +49 30 27576-146  
t.kriesel@bitkom.org

Albrechtstraße 10  
10117 Berlin

Präsident  
Thorsten Dirks

Hauptgeschäftsführer  
Dr. Bernhard Rohleder

<sup>1</sup> Der Begriff „Crowdfinancing“ (deutsch: Schwarmfinanzierung) wird hier als Oberbegriff für Crowdinvesting (Beteiligung mit Eigenkapital) und Crowdlending (Formen der Fremdkapitalüberlassung) verwendet.

## 2. Allgemeines

Crowdfinancing hat bei der Finanzierung von neu gegründeten und jungen Unternehmen in der Digital-Branche eine wichtige Bedeutung bei der Reduzierung bestehender Finanzierungslücken erlangt. Crowdfinancing ist für viele Privatpersonen die einzige Möglichkeit, sich an Start-ups und jungen Unternehmen gezielt zu beteiligen, wenn sie keine persönliche Beziehung zu den Gründern haben. Dabei können sich die Investoren das konkrete Investitionsobjekt selbst aussuchen, die Höhe ihrer Finanzierungsbeiträge weitgehend selbst festlegen und dadurch ihre Renditechancen und ihr Verlustrisiko selbst bestimmen.

Die Herausforderung bei der Strukturierung von Finanzierungsmodellen beim Crowdfinancing besteht darin, Investorenschutz, niedrige Emissions- und Folgekosten, Rechtssicherheit und die nötige Flexibilität des Kapitalnehmers möglichst gut miteinander zu vereinbaren. Der Erfolg des Crowdfinancing beruht nicht zuletzt auf einer einfachen, schnellen und günstigen Abwicklung über Internet-Portale. Aufgrund der gestiegenen Anforderungen durch das Kleinanlegerschutzgesetz ist die Durchführung von Crowd-Finanzierungen aber bürokratischer und aufwändiger geworden. Denn das Kleinanlegerschutzgesetz hat die regulatorischen Hürden für die Vermittlung von Kapital an Start-ups über die Crowd nicht unerheblich erhöht.

Deshalb ist die Bereichsausnahme für Crowdfinancing unverzichtbar. Ohne sie könnten Start-ups Crowdfinancing nicht mehr zur Finanzierung nutzen. Denn ohne sie würden Kapital suchende Start-ups mit Informations-, Mitteilungs- und Aufklärungspflichten konfrontiert, die sie nicht bewältigen könnten, da sie nach ihrer Organisation und Struktur regelmäßig noch keine Kapitalmarktfähigkeit besitzen.

Teilweise wird gefordert, die Bereichsausnahme abzuschaffen, das Crowdfinancing damit einer vollumfänglichen Kapitalmarktregulierung zu unterwerfen und auf diese Weise den sog. „grauen“ Kapitalmarkt „weiß“ zu machen. Aber dadurch würde man den Zugang der allermeisten Start-ups zu einer Finanzierung über die Crowd praktisch sperren. Damit würde man die sowieso bereits unzureichenden Finanzierungsmöglichkeiten für Start-ups in Deutschland weiter reduzieren und Kleinanlegern durchaus interessante Investitions- und Gewinnchancen nehmen.

## 3. Entwicklung des Crowdfinancing

Crowdfinancing stellt eine noch relativ junge Finanzierungsform dar. Der Markt ist schwer abzugrenzen und unterliegt größeren Veränderungen. Daher sind belastbare Aussagen zur Marktentwicklung und zu Ursachen für beobachtete Marktphänomene schwer zu treffen. Einige Tendenzen zeichnen sich aber recht deutlich ab.

Nach einer aktuellen Untersuchung belief sich das Volumen für alternative Online-Finanzierungen in Deutschland inklusive Crowdfinancing im Jahr 2015 auf 249 Mio. Euro. Das entspricht einem Wachstum gegenüber 2014 um 78 Prozent.<sup>2</sup> Bei genauerem Hinsehen relativiert sich jedoch dieser positive Eindruck. Denn von 2013 auf 2014 hatte das Marktwachstum noch 115 Prozent betragen. Des Weiteren ging das Investitionsvolumen für eigenkapitalbasiertes

<sup>2</sup> University of Cambridge in Zusammenarbeit mit KPMG und CME Group Foundation: „[SUSTAINING MOMENTUM - THE 2ND EUROPEAN ALTERNATIVE FINANCE INDUSTRY REPORT](#)“, September 2016, S. 55

## Stellungnahme

### Evaluierung Kleinanlegerschutzgesetz; §§ 2a bis 2c Vermögensanlagengesetz

Seite 3|6

Crowdfunding in Start-ups von 30 Mio. Euro in 2014 um 21 Prozent auf 24 Mio. Euro in 2015 zurück.<sup>3</sup> Während sich das Investmentvolumen in Start-ups bei der Crowd-Plattform Companisto im Jahr 2014 um 16,8 Mio. Euro (= ca. 346 Prozent) erhöhte, betrug das Wachstum im Jahr 2015 nur noch 6,4 Mio. Euro (= ca. 27 Prozent).<sup>4</sup> Diese gedämpfte Marktentwicklung in 2015 wird nicht zuletzt auf die Regulierung durch das Kleinanlegerschutzgesetz zurückgeführt.<sup>5</sup> In 2016 erhöhte sich das Wachstum im Crowdfunding zwar wieder. Der Anstieg war jedoch vor allem auf das höhere Niveau bei der Immobilienfinanzierung zurückzuführen, während Start-ups wiederum weniger Kapital über die Crowd erhielten.<sup>6</sup>

#### 4. Von der Bereichsausnahme nach § 2a VermAnlG erfasste Vermögensanlagen

Die Bereichsausnahme verschafft nicht nur Crowd-Plattformen Erleichterungen von den strengen Regulierungsvorgaben des VermAnlG, sondern vor allem Kapital suchende Start-ups. Für diese Unternehmen ist die Bereichsausnahme unverzichtbar. Denn die umfangreichen Informationspflichten, denen sie sich gegenübersehen, wenn sie sich nicht auf die Bereichsausnahme berufen können, sind für die ganz überwiegende Mehrzahl von ihnen nicht erfüllbar.

Nach § 2a Abs. 1 i.V.m. § 1 Absatz 2 Nummer 3, 4 und 7 VermAnlG werden nur folgende Finanzierungsformen von der Bereichsausnahme erfasst: partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen, 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. Entsprechend haben sich die meisten Crowd-Plattformen inzwischen darauf eingestellt, die Bereichsausnahme zu nutzen, und haben ihre Finanzierungsverträge auf die Schwarmfinanzierungsausnahme nach §2a VermAnlG umgestellt. Es gibt kaum noch Crowd-Plattformen, die stille Beteiligungen oder Genussrechte nutzen.

Wollen Start-ups über Crowd-Plattformen weitere Beteiligungsformen, z.B. Eigenkapitalinstrumente, anbieten, würde dafür die Bereichsausnahme nicht greifen. Die Erweiterung der Finanzierungsformen ist aber durchaus sinnvoll. Von vielen Crowd-Investoren wird kritisch hinterfragt, warum sie auf Nachrangdarlehen beschränkt sind, die recht risikoreiche Anlageformen darstellen und bei Erfüllung gewisser Voraussetzungen einseitig vom finanzierten Unternehmen gekündigt werden können. Die Funktionsweise dieser Instrumente ist nicht für jeden Anleger intuitiv nachvollziehbar. Die Abgrenzung zwischen partiarischen Darlehen, die unter die Bereichsausnahme fallen, und Genussrechten, die nicht unter die Bereichsausnahme fallen, ist schwierig und führt zu Unsicherheiten in der Praxis.

Eine Ausweitung der privilegierten Beteiligungsformen auf Eigenkapitalinstrumente und Anleihen wäre wünschenswert. Die Beschränkung behindert eine Anpassung der Finanzierung auf die speziellen Bedürfnisse von finanzierten Unternehmen und Investoren und verhindert eine Öffnung des Crowdfinancing für ausländische Investoren. Auch könnten Crowd-Plattformen bei einer Erweiterung der Bereichsausnahme auf weitere

<sup>3</sup> University of Cambridge Fn. 2, S. 56

<sup>4</sup> Vgl. Entwicklung des Investitionsvolumens auf der [Companisto-Webseite](#)

<sup>5</sup> [Handelsblatt online vom 06.09.2016](#)

<sup>6</sup> [Für-Gründer.de: Crowdfinanzierung in Deutschland, Stand: 30.06.2016](#), S. 3

## Stellungnahme

### Evaluierung Kleinanlegerschutzgesetz; §§ 2a bis 2c Vermögensanlagengesetz

Seite 4|6

Anlageformen Produkte anbieten, die gegen Kapitalverlust mit Grundschuld oder Bürgschaft abgesichert werden können. Mehr Mitspracherechte von Crowd-Investoren bei anderen Beteiligungsformen würde auch eher verhindern, dass diese Investoren gegen ihren Willen aus Engagements herausgekauft werden. Dies ist bereits gelegentlich beklagt worden.<sup>7</sup>

## 5. Begrenzungen der Bereichsausnahme nach § 2a VermAnlG

Die Bereichsausnahme nach § 2a VermAnlG greift nur ein, wenn das gesamte Emissionsvolumen 2,5 Mio. Euro und der Anlagebetrag pro Einzelanleger 10.000 Euro nicht überschreiten. Die Betragsschwelle von 10.000 Euro pro Einzelanleger ist auch nur dann relevant, wenn der Anleger ausreichend freies Vermögen nachweist. Der nachweislose Anlagenbetrag pro Anleger ist auf lediglich 1.000 Euro beschränkt. Schon während des Gesetzgebungsverfahrens zum Kleinanlegerschutzgesetz hat Bitkom diese Begrenzungen der Bereichsausnahme kritisiert.<sup>8</sup>

Aufgrund der Höchstgrenze für das Gesamtemissionsvolumen fällt Crowdfunding als Finanzierungsform für Wachstumsfinanzierungen erfolgreicher Start-ups von vornherein aus. Denn für Wachstumsfinanzierungen werden regelmäßig Beträge oberhalb der Grenze von 2,5 Mio. Euro benötigt. Im Bereich der Wachstumsfinanzierung klaffen für Start-ups gegenwärtig die größten Finanzierungslücken, sodass erweiterte Möglichkeiten des Crowdfinancing in diesem Bereich sehr erstrebenswert sind. Auch die in Deutschland besonders wichtigen kapitalintensiven Industrie Gründungen können aufgrund der Betragsschwellen und der sonstigen Beschränkungen der Bereichsausnahme längerfristige Finanzierungsrunden nicht über das Crowdfinancing realisieren.

Die Begrenzung des Gesamtinvestitionsvolumens ist des Weiteren vor dem Hintergrund europarechtlicher Entwicklungen zu hinterfragen. Denn mit ihrem [Entwurf für eine Prospektverordnung vom 30. November 2015](#) hat die EU-Kommission vorgeschlagen, eine Prospektpflicht für Wertpapiere nur dann vorzusehen, wenn das Emissionsvolumen innerhalb von 12 Monaten 10 Mio. Euro überschreitet (vgl. Art. 3 des Vorschlags). In Großbritannien als dem führenden Markt für Wagniskapitalfinanzierungen in Europa setzt eine Prospektpflicht erst ab Emissionsvolumen von 5 Mio. Euro ein. Dieser höheren Grenze sollte sich Deutschland auch deswegen anpassen, um beim Wettbewerb der Investitionsstandorte und um internationale Kapitalgeber nicht ins Hintertreffen zu geraten.

Die Begrenzung von Einzelengagements auf 10.000 Euro verhindert, dass Privatinvestoren, die sich mit größeren Beträgen bei Start-ups engagieren möchten, Crowd-Plattformen nutzen können. Wer ein besonders hohes Nettoeinkommen oder ein besonders hohes Vermögen hat, muss auch mehr investieren dürfen. Die Betragsbegrenzung pro Einzelengagement und die Beschränkung bei den zugelassenen Anlageformen führen im Übrigen dazu, dass Crowdinvestoren nicht vom Förderprogramm INVEST Gebrauch machen können. Nach dem Programm INVEST sind nur Investitionsbeträge ab 10.000 Euro und nur Eigenkapitalbeteiligungen förderfähig.

<sup>7</sup> Vgl. das Beispiel Bloomy Days in: [Der Tagesspiegel online vom 04.09.2016](#)

<sup>8</sup> Vgl. [Bitkom-Stellungnahme zum Referentenentwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes](#) und [Bitkom-Stellungnahme zum Regierungsentwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes](#)

## Stellungnahme

### Evaluierung Kleinanlegerschutzgesetz; §§ 2a bis 2c Vermögensanlagengesetz

Seite 5|6

Neben der Einhaltung der genannten Betragsgrenzen ist des Weiteren Voraussetzung für die Geltung der Bereichsausnahme, dass der Emittent keine Vermögensanlagen im Sinne des § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 VermAnlG ausgegeben bzw. diese bereits voll zurückgezahlt hat (§ 2a Abs. 4 VermAnlG). Diese Vorgabe verhindert im Zusammenwirken mit der Obergrenze beim Gesamtemissionsvolumen, dass ein Unternehmen mehrere, aufeinander aufbauende Finanzierungsrunden über die Crowd abwickeln kann. Die Durchführung mehrere Finanzierungsrunden je nach Geschäftsfortschritt ist aber bei Start-ups die Regel. Hat ein Kapital suchendes Unternehmen z.B. mit drei Finanzierungsrunden das Gesamtemissionsvolumen von 2,5 Mio. Euro erreicht, kann es für eine weitere Finanzierungsrunde nicht mehr die Bereichsausnahme in Anspruch nehmen und wird damit wahrscheinlich von einer Finanzierung dieser Runde über die Crowd Abstand nehmen. Das schadet letztlich auch den „Kleinanlegern“, da diese von der weiteren Finanzierungsrunde ausgeschlossen sind und somit ihre Anteile nicht vor Verwässerung schützen können. Dieses Problem könnte jedoch für bereits investierte Crowdinvestoren gelöst werden, wenn ein Angebot an bestehende Crowdinvestoren als Private Placement eingestuft wird.

Auch geht § 2a Abs. 3 VermAnlG in ihrer prohibitiven Reichweite über die Anforderungen einer Vorschrift zur Vermeidung einer Umgehung des Emissionshöchstvolumens hinaus. Denn über die Verweisungskette nach § 2a Abs. 4, 2 Abs. 1 S. 2 Nr. 3, 1 Abs. 2 VermAnlG kann die Bereichsausnahme auch dann nicht geltend gemacht werden, wenn der Emittent z.B. öffentlich angebotene Eigenkapitalmittel ausgegeben und noch nicht vollständig zurückgezahlt hat, obwohl Eigenkapitalmittel nicht von der Bereichsausnahme erfasst werden.

## 6. Inhalt und Umfang der Vermögensinformationsblätter

Da Crowdfunding eine recht risikoreiche Investitionsform darstellt, ist es richtig, Emittenten und Crowd-Plattformen zur Aufklärung über die bestehenden Risiken zu verpflichten. Hierfür hat sich das Vermögensinformationsblatt (VIB) bewährt. Sein Inhalt ist durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) weitgehend konkretisiert, sodass insoweit kaum Unklarheiten verbleiben. Auch der deutliche Warnhinweis ist in seinem Wortlaut vorgegeben. Trotz weitgehender Standardisierung, die Verständlichkeit und Klarheit der Informationen für den Anleger gewährleistet, muss eine Individualisierung des VIB auf das konkrete Investment möglich bleiben. Denn Anleger in Start-ups wollen sich regelmäßig über die Chancen und Risiken ihres konkreten Investitionsobjekts ein Bild machen und nicht allgemein über die Risiken von Finanzprodukten aufgeklärt werden. Auch sollte der Umfang des VIB nicht erweitert werden. Ein VIB sollte nur die für das konkrete Investment relevanten Informationen enthalten. Eine zu starke Standardisierung suggeriert eine Vergleichbarkeit von Vermögensanlagen, die tatsächlich zumindest im Start-up-Bereich nicht gegeben ist.

Problematisch ist dagegen das gleichwertige Bestätigungsverfahren nach § 2 VIBBestV. Nach § 15 Abs. 3 VermAnlG hat der Anleger die Kenntnisnahme des VIB und des darauf angebrachten Warnhinweises mit seiner Unterschrift zu bestätigen. Eine Online-Bestätigung dieser Kenntnisnahme wird nur als gleichwertig angesehen, wenn der Investor u.a. seine Personalausweis- oder Reisepassnummer online mitteilt. Die Abfrage dieser Daten ist bereits aus datenschutzrechtlichen Gründen fragwürdig. Außerdem geben Personen diese sensiblen Daten ungern preis und es ist auch nicht ersichtlich, dass die Angabe dieser Daten für eine Gleichwertigkeit der Kenntnisnahme unbedingt erforderlich wäre. Eine Identifizierung eines Investors aus Gründen der Geldwäscheprävention ist nach § 3 GwG erst

## Stellungnahme

### Evaluierung Kleinanlegerschutzgesetz; §§ 2a bis 2c Vermögensanlagengesetz

Seite 6|6

ab einer Transaktionssumme von 15.000 Euro erforderlich. Auf die Abfrage von Personalausweis- oder Reisepassnummern im Rahmen des Online-Bestätigungsverfahrens nach § 2 VIBBestV sollte verzichtet werden.

## 7. Regulierungsanforderungen an Crowd-Plattformen

Da Crowd-Plattformen Finanzinstrumente für Verbraucher vertreiben bzw. vermitteln, müssen sie einer entsprechenden Aufsicht unterliegen, die eine Ordnungsmäßigkeit der Geschäftsabwicklung gewährleistet. Entsprechend wurden Crowd-Plattformen durch das Kleinanlegerschutzgesetz einer Aufsicht und deutlich erhöhten Anforderungen unterworfen. Diese Anforderungen dürfen nicht noch weiter erhöht werden. Letztlich kann Anlegern nicht abgenommen werden, sich selbst über Investments und deren Risiken zu informieren. Die von Crowd-Plattformen und Start-ups bereit gestellten Informationen helfen, das Risiko von Kapitalverlust zu verringern. Dieses Risiko lässt sich jedoch auch durch eine Verschärfung der bestehenden Regulierungsanforderungen nicht beseitigen.

Von großer Rechtsunsicherheit geprägt ist noch die Einräumung des Widerrufsrechts nach § 2d VermAnlG. Insbesondere ist das Verhältnis dieses Widerrufsrechts zum allgemeinen Widerrufsrecht bei Fernabsatz- und Online-Verträgen nach § 312g BGB unklar. Die widerspruchsfreie und verständliche Aufklärung der Investoren über ihre bestehenden Widerrufsrechte ist deswegen kaum möglich. Das Verhältnis der Widerrufsrechte zueinander sollte daher gesetzlich geklärt werden oder es sollte der Wortlaut des Hinweises auf den Widerruf nach § 2d VermAnlG gesetzlich festgelegt werden.

## 8. Transparenz bei Kosten und Provisionen der Plattformen

Bisweilen wird den Betreibern von Crowd-Plattformen Intransparenz bei ihren Kosten- und Provisionsstrukturen sowie bei realisierten Gewinnen und Verlusten der Investments vorgeworfen. Zu beachten ist jedoch, dass Betreiber von Crowd-Plattformen von den finanzierten Unternehmen vielfach zur Verschwiegenheit über Unternehmensbewertungen und Exiterlöse verpflichtet werden. Eine Erhöhung von gesetzlichen Anforderungen in diesem Bereich würde also mit den Anforderungen und Interessen der finanzierten Start-ups in Konflikt geraten.

Bitkom vertritt mehr als 2.300 Unternehmen der digitalen Wirtschaft, davon gut 1.500 Direktmitglieder. Sie erzielen mit 700.000 Beschäftigten jährlich Inlandsumsätze von 140 Milliarden Euro und stehen für Exporte von weiteren 50 Milliarden Euro. Zu den Mitgliedern zählen 1.000 Mittelständler, 300 Start-ups und nahezu alle Global Player. Sie bieten Software, IT-Services, Telekommunikations- oder Internetdienste an, stellen Hardware oder Consumer Electronics her, sind im Bereich der digitalen Medien oder der Netzwirtschaft tätig oder in anderer Weise Teil der digitalen Wirtschaft. 78 Prozent der Unternehmen haben ihren Hauptsitz in Deutschland, 9 Prozent kommen aus Europa, 9 Prozent aus den USA und 4 Prozent aus anderen Regionen. Bitkom setzt sich insbesondere für eine innovative Wirtschaftspolitik, eine Modernisierung des Bildungssystems und eine zukunftsorientierte Netzpolitik ein.