

Rechtshandbuch Digitale Finanzdienstleistungen

FinTechs, Mobile Payment, Crowdfunding, Blockchain, Kryptowährungen, ICOs, Robo-Advice

Bearbeitet von

Herausgegeben von Dr. Ulf Klebeck, und Dr. Günther Dobrauz-Saldapenna, MBA, Bearbeitet von Tanja Aschenbeck-Florange, LL.M., Rechtsanwältin, Tina Balzli, LL.M., Rechtsanwältin, Thorge Drefke, Rechtsanwalt, Björn Flückiger, MLaw, Dominik Leimgruber, LL.M., Rechtsanwalt, Dr. Martin Liebi, LL.M., Dr. Detmar Loff, Rechtsanwalt, Philipp Rosenauer, Mag. iur. Mag. rer. soc. oec., und Dr. Jean-Claude Spillmann, Rechtsanwalt

Evaluierung der Crowdfunding-Ausnahme gemäß § 2a VermAnlG bis zum Ende des Jahres 2016 vor.³³² Bis zum 30.9.2016 wurden dazu Eingaben zu den Erfahrungen bei der Anwendung der Crowdfunding-Ausnahme (und weiteren Ausnahmen) sowie Änderungsvorschläge von Interessenvertretern³³³ aus der Finanz- und Crowdfunding-Branche, Verbraucherschutzorganisationen und weiteren Verbänden eingeholt.

Der Evaluierungsbericht der Bundesregierung wurde dem Bundestag im Februar 2017 weitergeleitet, woraufhin im April eine öffentliche Anhörung des Finanzausschusses folgte.³³⁴ 156

Hieraus entwickelte der Finanzausschuss gesetzgeberische Änderungen, die in das bereits von dem Bundestag behandelte Gesetz zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie (ZDUG)³³⁵ etwas versteckt integriert wurden und am 1.6.2017 vom Bundestag verabschiedet wurden.³³⁶ Die Änderungen traten am 21.8.2017 in Kraft³³⁷ und hatten insbesondere Folgendes zum Gegenstand³³⁸: 157

- zusätzliche Angaben und Formvorgaben für das VIB
- Schwellenwert für die Prospektfreiheit von 2,5 Mio. EUR gem. § 2a Abs. 1 VermAnlG bezieht sich nunmehr klarstellend auf den Verkaufspreis *aller* angebotener Vermögensanlagen ein und desselben Emittenten (und nicht etwa – wie zuvor ungenau im Gesetz formuliert – auf den/die Anbieter³³⁹)
- Interessenkonfliktsregelung – Trennung von Plattform und Emittent: Emittent darf keinen massgeblichen Einfluss auf die Plattform haben, um eine Objektivität des Wettbewerbs zu gewähren

Nicht umgesetzt wurden die insbesondere von der Crowdfunding-Branche intensiv geforderte und im zuständigen Finanzausschuss diskutierte³⁴⁰ Ausweitung der Crowdfunding-Ausnahme auf alle Vermögensanlagen gemäß § 1 Abs. 2 VermAnlG oder die Erhöhung des Schwellenwertes für die Befreiung von der Prospektpflicht auf EUR 5 Mio. 158

Auf der anderen Seite wurde – für die Crowdfunding-Branche erfreulich – das Immobilien-Crowdfunding nicht von der Crowdfunding-Ausnahme – wie diskutiert³⁴¹ – ausgenommen. Da das Immobilien-Crowdfunding mittlerweile „Wachstumsmotor“ 159

³³² RegE KASG (s. Fn. 43), S. 35.

³³³ Etwa der *Deutsche Crowdsourcing Verband – DCV*, der *Bundesverband Crowdfunding*, das *Business Angel Netzwerk Deutschland (BAND)* und viele mehr.

³³⁴ Vgl. Mitteilung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, abrufbar unter <https://www.bundestag.de/blob/502642/cd41317c35ef9962bbc1997a95911adb/to-data.pdf> (zuletzt abgerufen am 20.9.2017).

³³⁵ Beschlussempfehlung des Finanzausschusses zum ZDUG, BT-Drs. 18/12568, abrufbar unter <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/125/1812568.pdf> (zuletzt abgerufen am 27.9.2017).

³³⁶ BT-Plenarprotokoll 18/237, 24169 (B) und (C).

³³⁷ Art. 15 Abs. 3 iVm Art. 5 ZDUG, BGBl. I S. 2446.

³³⁸ Die jeweiligen gesetzgeberischen Änderungen im ZDUG werden bei den jeweiligen inhaltlichen nachfolgenden Punkten behandelt.

³³⁹ Vgl. Evaluierungsbericht d. BRReg (s. Fn. 30), S. 11.

³⁴⁰ Vgl. Stellungnahmen zur Öffentlichen Anhörung zu dem „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie“ (Drs. 18/11495) sowie zum „Bericht der Bundesregierung über die Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in §§ 2a bis 2c des Vermögensanlagengesetzes“ am Mittwoch, 26.4.2017, abrufbar unter <https://www.bundestag.de/ausschuesse18/a07/anhoeerungen/112-/501858>, (zuletzt abgerufen am 20.9.2017) sowie Überblick und Zusammenfassung der Stellungnahmen in der Anhörung im Finanzausschuss, abrufbar unter <https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2017/kw12-de-zweite-zahlungsdiensterichtlinie/496768>, zuletzt abgerufen am 20.9.2017).

³⁴¹ Vgl. Evaluierungsbericht d. BRReg (s. Fn. 30), S. 10.

des Crowdfundings insgesamt ist, war dieser nicht umgesetzte Vorschlag der Bundesregierung für die Crowdfunding-Branche besonders relevant.

- 160 (3) Die Crowdfunding-Ausnahme im Detail** Die Nutzung der Crowdfunding-Ausnahme ist an einige Voraussetzungen geknüpft, die in erster Linie der Anbieter zu erfüllen bzw. einzuhalten hat. Aber auch die Crowdfunding-Plattform treffen einige Pflichten – insbesondere bei der Einholung von Informationen, um Prüfpflichten nachzukommen.
- 161 (a) Voraussetzungen der Crowdfunding-Ausnahme im Überblick** Die Crowdfunding-Ausnahme setzt gem. § 2a Abs. 1 iVm Abs. 3 VermAnlG (kumulativ) voraus, dass
1. ausschließlich partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen oder wirtschaftlich vergleichbare Anlagen angeboten werden (§ 2a Abs. 1 VermAnlG)
 2. der Verkaufspreis sämtlicher angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten EUR 2,5 Mio. nicht übersteigt (§ 2a Abs. 1 VermAnlG)
 3. folgende Maximalbeträge je Anleger, der keine Kapitalgesellschaft ist, nicht überschritten werden (§ 2a Abs. 3 Nr. 1–4 VermAnlG):
 - a) EUR 1000,
 - b) EUR 10 000, sofern der Anleger über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens EUR 100 000 verfügt, oder
 - c) zwei Netto-Monatsgehälter, maximal jedoch EUR 10 000,
 - d) über EUR 10 000: ausschliesslich Kapitalgesellschaften iSd HGB (AG, KGaA, GmbH, UG³⁴² (haftungsbeschränkt))³⁴³ und
 4. Anlageberatung oder Anlagevermittlung ausschließlich über eine Internet-Dienstleistungsplattform erfolgt (§ 2a Abs. 3 VermAnlG)
 5. nach Inkrafttreten der jüngsten Änderung des VermAnlG am 21.8.2017 wurde außerdem in § 2a VermAnlG ein Absatz 5 eingefügt, wonach die Crowdfunding-Ausnahme nicht genutzt werden kann³⁴⁴, wenn ihr Emittent auf das Unternehmen, das die Crowdfunding-Plattform betreibt, unmittelbar oder mittelbar maßgeblichen Einfluss ausüben kann. Diese Neuerung ist insbesondere relevant im Rahmen von sog. SPV-Strukturen.³⁴⁵

(b) Voraussetzungen der Crowdfunding-Ausnahme im Detail

- 162 (aa) Erfasste Vermögensanlagen** Die Crowdfunding-Ausnahme findet ausschließlich auf partiarische Darlehen iSv § 1 Abs. 2 Nr. 3 VermAnlG, Nachrangdarlehen iSv § 1 Abs. 2 Nr. 4 VermAnlG und sog. wirtschaftlich vergleichbare Anlagen iSv § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG Anwendung. Damit können die meisten aktuell auf dem Markt in Deutschland existierenden Crowdfunding-Plattformen grundsätzlich von ihr pro-

³⁴² Nach Verwaltungspraxis der BaFin sind im Rahmen der Crowdfunding-Ausnahme Investitionen über EUR 10 000 auch für UG (haftungsbeschränkt) zulässig.

³⁴³ Vgl. Überschrift Drittes Buch, Zweiter Abschnitt, auf die nach der Gesetzesbegründung des KASG verwiesen wird. Nach dieser könnte man mangels Erwähnung der UG (haftungsbeschränkt) in der Überschrift zu dem Ergebnis gelangen, dass diese nicht umfasst ist.

³⁴⁴ Siehe auch Fn. 299. Die gesetzgeberische Formulierung „Vermögensanlagen sind zum öffentlichen Angebot nicht zugelassen, ...“ ist an dieser Stelle unsauber. Richtigerweise müsste es heißen: „Vermögensanlagen sind zum öffentlichen Angebot im Rahmen von § 2a nicht zugelassen, wenn ...“.

³⁴⁵ → Rn. 41 ff.

fitieren. Angesichts des mit der Erstellung eines Verkaufsprospektes verbundenen Aufwands, der Kosten sowie der damit einhergehenden Folgepflichten, ist dies begrüßenswert.

Die im Rahmen des Equity-based Crowdfunding teilweise verwendeten stillen 163 Beteiligungen und nicht als Fremdkapital strukturierte Genussrechte können hingegen nicht der Crowdfunding-Ausnahme unterfallen. Auch andere Formen des Equity-based Crowdfunding (direkte gesellschaftsrechtliche Beteiligungen in Form von zB GmbH- oder Kommanditbeteiligungen) können nicht von der Crowdfunding-Ausnahme profitieren.

Wünschenswert wäre es zwar, dass sämtliche Vermögensanlagen von der Ausnahmeregelung erfasst werden würden. Eine Erstreckung auf alle Vermögensanlagen würde die Möglichkeit eröffnen, dass der Anbieter je nach Finanzierungssituation zur Herstellung eines angemessenen Interessenausgleiches zwischen den verschiedenen Finanzierungsformen wählen könnte.³⁴⁶ Zudem würde die in der Praxis oftmals äußerst schwierige Abgrenzung zwischen (partiarischen) Nachrangdarlehen und stillen Beteiligungen bzw. Genussrechten obsolet. Diese problematische Abgrenzung kann weitreichende – nicht selten unverhältnismäßige – Folgen haben: Mangels Anwendbarkeit des § 2a VermAnlG müsste ein Verkaufsprospekt erstellt werden und es beständen die damit verbundenen Folgepflichten.³⁴⁷ Die Erstreckung der Crowdfunding-Ausnahme auf weitere bzw. alle Vermögensanlagen war ua auch Gegenstand der Überprüfung des KASG im Auftrag der Bundesregierung.³⁴⁸ 164

Die Beschränkung der Crowdfunding-Ausnahme auf (partiarische) Nachrangdarlehen wurde in der Vergangenheit deshalb auch stark kritisiert.³⁴⁹ So forderte etwa der *Deutsche Crowdsourcing Verband (DCV)* eine Erweiterung der Ausnahme zumindest auf stille Beteiligungen.³⁵⁰ Die Begrenzung der Ausnahme auf (partiarische) Nachrangdarlehen – also Fremdkapital – würde eigenkapitalbasiertes Crowdfunding dauerhaft unmöglich machen und damit wachstumsorientierten Unternehmen sowie Start-ups eine erweiterte Bandbreite an Finanzierungsmöglichkeiten vorenthalten.³⁵¹ Ähnlich sah dies das *Business Angels Netzwerk Deutschland eV (BAND)*, der – zu Recht – anmerkte, dass die Beschränkung auf (partiarische) Nachrangdarlehen Entwicklungsmöglichkeiten – insbesondere im Zusammenspiel mit anderen Investoren – verhindere und der deutsche Markt dadurch gegenüber dem europäischen Ausland benachteiligt sei.³⁵² Auch aus Anlegerschutzgesichtspunkten wurde eine Erweiterung der Crowdfunding-Ausnahme auf andere Vermögensanlagen als sinnvoll erachtet. So wies der *Bundesverband deutscher Banken eV* in seiner Stellungnahme auf die Möglichkeit der Diversifikation im Anlegerportfolio hin. Diese könne nur dann erreicht werden, wenn eine Investition in verschiedene Bestandteile der Kapitalstruktur möglich sei.³⁵³ 165

³⁴⁶ So auch *Riethmüller* DB 2015, 1451 (1454).

³⁴⁷ Kritisch dazu ebenso *Casper* ZBB 2015, 265 (277); *Klöhn/Hornuf* The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act, S. 11f.; *Riethmüller* DB 2015, 1451 (1454).

³⁴⁸ → Rn. 140 ff.

³⁴⁹ In der Literatur zB *Uffmann* JZ 2016, 928 (929 f.).

³⁵⁰ Vgl. Stellungnahme des *DCV* zur Evaluierung des Kleinanlegerschutzgesetzes, (s. Fn. 295), S. 2 f.

³⁵¹ Vgl. Stellungnahme *DCV* (s. Fn. 295), S. 2 f.

³⁵² Vgl. Stellungnahme des *BAND*, S. 2, in Kurzfassung abrufbar unter <http://www.business-angels.de/band-zur-evaluation-des-kleinanlegerschutzgesetzes/> (zuletzt abgerufen am 20.9.2017).

³⁵³ Vgl. Stellungnahme des *Bundesverband deutscher Banken eV*, S. 2, abrufbar unter https://bankenverband.de/media/files/Stellungnahme_Bankenverband_zur_Evaluierung_Kleinanlegerschutz...pdf (zuletzt abgerufen am 20.9.2017).

- 166 In ihrem Evaluierungsbericht ging die Bundesregierung zwar auf eine perspektivische Erweiterung der Crowdfunding-Ausnahme ein und kam zu dem Ergebnis, dass die Ausweitung des § 2a auf sämtliche Vermögensanlagen iSd § 1 Abs. 2 VermAnlG Wachstumspotenzial für die Crowdfunding-Branche böte, ohne den Anlegerschutz dabei zu beeinträchtigen.³⁵⁴ Allerdings sei der Anwendungszeitraum der Befreiungsvorschrift mit einem Jahr noch zu kurz, um verlässliche Ergebnisse zu erzielen, weshalb der Bericht letztlich doch die Beibehaltung der geltenden Rechtslage empfahl. Dem schloss sich der Gesetzgeber letztendlich an. Der Anwendungsbereich der Crowdfunding-Ausnahme wurde dementsprechend zunächst nicht erweitert. Im Zuge der abermaligen Evaluierung der Bundesregierung bis Anfang 2019³⁵⁵ soll jedoch erneut eine Erweiterung der Befreiungstatbestände untersucht werden.
- 167 Nach der durch das ZDUG geänderten Fassung des VermAnlG, bleibt es demnach bei der alten Rechtslage. Danach ist die Crowdfunding-Ausnahme weiterhin auf die drei in § 2a Abs. 1 VermAnlG genannten Vermögensanlagen (partiariische Darlehen, Nachrangdarlehen, sonstige Anlagen, die eine Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewähren oder in Aussicht stellen) beschränkt.
- 168 Im Bereich der Immobilienfinanzierung hatte der Evaluierungsbericht der Bundesregierung einschneidende Einschränkungen empfohlen. Danach ginge die Nutzung von Crowdfunding zu Zwecken der Immobilienfinanzierung „über die gesetzgeberische Intention hinaus“.³⁵⁶ Zudem könne eine leichtere Finanzierung von Immobilien zu Überbewertungen führen, die zu einer systemischen Finanzkrise auf den Immobilienmärkten führen könne.³⁵⁷ Die Bundesregierung empfahl daher, Immobilienfinanzierungen aus dem Anwendungsbereich des § 2a VermAnlG herauszunehmen. Diesem Vorschlag hat sich der Gesetzgeber – zur großen Erleichterung der Branche – allerdings nicht angeschlossen. Der Ausschluss von Immobilien-Crowdinvesting aus der Crowdfunding-Ausnahme hätte für Crowdfunding in Deutschland einen massiven Einschlag bedeutet. So machte das Immobilien-Crowdfunding im Jahr 2015 ca. 46,2% (2016 schon über 60%) des Gesamtvolumens aus.³⁵⁸ Nach der seit Juli 2017 geltenden Fassung des VermAnlG ist Immobilien-Crowdfunding auch weiterhin wie bislang unter den Voraussetzungen des § 2a VermAnlG prospektfrei möglich.
- 169 **(bb) Emissionsgrenze** Die Crowdfunding-Ausnahme schreibt ein Gesamtemissionsvolumen von max. EUR 2,5 Mio. vor. Über eine Vermögensanlage in Form partiariischer Darlehen, Nachrangdarlehen oder wirtschaftlich vergleichbarer Anlagen dürfen daher nicht mehr als EUR 2,5 Mio. pro Emittent finanziert werden.
- 170 Im Rahmen der Evaluierung des KASG setzte sich die Branche für eine Anhebung der Grenze der Prospektpflicht nach § 2a Abs. 1 aE VermAnlG ein. So forderte der *Bundesverband Crowdfunding eV* in seiner Stellungnahme eine Erhöhung der Schwelle von EUR 2,5 Mio. auf EUR 5 Mio. Dies sei insbesondere bei Immobilienprojekten gebo-

³⁵⁴ Evaluierungsbericht d. BReg (s. Fn. 30), S. 9.

³⁵⁵ BT-Drs. 18/12568 (s. Fn. 335), S. 154.

³⁵⁶ Evaluierungsbericht der BReg (s. Fn. 30), S. 10.

³⁵⁷ Evaluierungsbericht der BReg (s. Fn. 30), S. 10, vgl. auch Antwort der Bundesregierung auf eine Kleine Anfrage ua von der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, Drs. 18/11888 vom 7.4.2017 („Antwort der BReg vom 7.4.2017“), S. 6, Antwort auf Frage 14.

³⁵⁸ → Rn. 10.

ten.³⁵⁹ Zudem sähe die geltende europäische Wertpapierprospekt-Richtlinie eine derart hohe Grenze bereits vor.³⁶⁰ Ebenso argumentiert *BAND* in seiner Stellungnahme. Die Bundesregierung lehnte eine Anhebung des Schwellenwerts von EUR 2,5 Mio. jedoch ausdrücklich als „unnötig“ ab.³⁶¹ Es fehle erst anderthalb Jahre nach Inkrafttreten des KASG an ausreichenden Informationen, um die Praktikabilität der derzeitigen Regelungen abschließend zu bewerten. Eine im Zusammenhang mit der Evaluierung erhobene Studie hat außerdem festgestellt, dass der „ganz überwiegende Teil der über Crowdfunding finanzierten Projekte weniger als EUR 500 000 eingesammelt“ habe, weshalb die bisherige Grenze von EUR 2,5 Mio. auszureichen scheine.³⁶² Der Gesetzgeber hat sich dem vollständig angeschlossen. Mit einer Erhöhung des Schwellenwerts kann damit frühestens im Jahre 2019 gerechnet werden, wenn das KASG erneut überprüft werden soll.

(cc) Zeichnungsgrenzen Des Weiteren sieht die Crowdfunding-Ausnahme gem. § 2a Abs. 3 VermAnlG die Einhaltung konkreter Zeichnungsgrenzen für Anleger, die keine Kapitalgesellschaft sind, vor. Diese Regelung soll sowohl dem Schutz des Emittenten als auch dem des Anlegers vor der Entstehung von Klumpenrisiken dienen.³⁶³ Eine derartige Regelung, die zum einen den Schutz des Anlegers verfolgt, diesen aber zum anderen gleichzeitig in seiner Anlagefreiheit beschneidet, ist dem Kapitalmarktrecht grds. fremd.³⁶⁴ Sie ist aber zumindest vor dem Hintergrund nachvollziehbar, dass Anleger Risiken im Zusammenhang mit Investitionen in Start-ups oftmals unterschätzen bzw. nicht richtig einschätzen können.

§ 2a Abs. 3 VermAnlG beschränkt Investitionen eines Anlegers grds. auf EUR 1000 pro Emittent. Eine Investition in Höhe von max. EUR 10 000 pro Emittent ist möglich, sofern der jeweilige Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens EUR 100 000 verfügt (§ 2a Abs. 3 Nr. 2 VermAnlG). Ist diese Voraussetzung nicht erfüllt, darf der Anleger alternativ gem. § 2a Abs. 3 Nr. 3 VermAnlG den zweifachen Betrag seines durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch EUR 10 000, investieren. Verfügt der Anleger nicht über ein entsprechendes Vermögen bzw. Einkommen oder bestätigt er im Rahmen der Selbstauskunft seine erforderliche Vermögens- bzw. Einkommenssituation nicht, darf er gem. § 2a Abs. 3 Nr. 1 VermAnlG nur maximal EUR 1000 pro Projekt investieren.

Im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens war noch diskutiert worden, inwieweit die Crowdfunding-Plattformen eine Pflicht treffen sollte, die Angaben der Anleger bezüglich ihrer Vermögens- bzw. Einkommensverhältnisse überprüfen zu müssen.³⁶⁵ Es wurden sogar Forderungen erhoben, nach denen die Crowdfunding-Plattformen

³⁵⁹ Vgl. Stellungnahme des Bundesverband Crowdfunding, S. 4, abrufbar unter http://www.bundesverband-crowdfunding.de/wp-content/uploads/2016/09/20160908_Bundesverband_Crowdfunding_KASG_Evaluation.pdf (zuletzt abgerufen am 6.4.2017).

³⁶⁰ Vgl. Stellungnahme des Bundesverband Crowdfunding (s. Fn. 359), S. 4.

³⁶¹ Evaluierungsbericht der BReg (s. Fn. 30), S. 2, 10.

³⁶² Evaluierungsbericht der BReg (s. Fn. 30), S. 11.

³⁶³ RegE KASG (s. Fn. 43), S. 40 ff.

³⁶⁴ So *Klöhn/Hornuf* DB 2015, 47 (52).

³⁶⁵ Aschenbeck, *Breaking News – Enttäuschender Regierungsentwurf für Crowdfundingregulierung*, abrufbar unter <http://www.osborneclarke.com/insights/breaking-news-enttauschender-regierungsentwurf-fur-crowdfunding-regulierung/?lang=german> (zuletzt abgerufen am: 20.9.2017).

Belege/Dokumente für das ausreichende Vermögen bzw. Einkommen einzuholen und zu prüfen hätten. Dem erteilte der Gesetzgeber allerdings eine Absage.

- 174** Die Begründung zum Regierungsentwurf stellte hinsichtlich der Selbstauskunft klar, dass diese „auf das zur Prüfung der Einhaltung der Anlageschwellen Erforderliche beschränkt“³⁶⁶ werden könne, „die genaue Gesamthöhe des Vermögens oder Monatseinkommens des jeweiligen Kunden [muss] regelmäßig nicht erhoben werden“.³⁶⁷
- 175** Zwar wurden diese Ausführungen hinsichtlich der Pflicht zur Einholung von Selbstauskünften für Wertpapierhandelsunternehmen getroffen.³⁶⁸ Da diese jedoch inhaltsgleich zur Pflicht von Finanzanlagenvermittlern iSv. § 34 f GewO sind³⁶⁹, dürften die Erläuterungen regelmäßig auch auf Crowdfunding-Plattformen übertragbar sein.
- 176** Die vom Anleger eingeholten Angaben müssen demzufolge nicht überprüft werden, sodass auch eine einfache elektronische Bestätigung, dass der Anleger über ausreichende Vermögens- bzw. Einkommensverhältnisse verfügt, grundsätzlich ausreichend ist.
- 177** Über die Höhe und Ausgestaltung dieser Zeichnungsgrenzen lässt sich streiten.³⁷⁰ Für viele Projekte aus der Crowdfunding-Branche, aber auch für die Crowdfunding-Plattformen, bedeuten die Grenzen eine erhebliche Herausforderung. Die bereits bei einem Investment von über EUR 1000 bestehende Selbstauskunft könnte (Klein-) Anleger – etwa aus Angst um die Geheimhaltung ihrer Daten – von einem Investment abschrecken.³⁷¹ Dies hätte nach Ansicht einiger Branchenverbände wiederum erhebliche Auswirkungen auf den Crowdfunding-Markt. Gefordert wurde daher im Zuge der Evaluierung ua, dass die Zeichnungsgrenze von EUR 1000 auf EUR 5000 heraufgesetzt wird.³⁷² Andere Stellungnahmen hingegen äußerten sich grundsätzlich zufrieden mit den bestehenden Zeichnungsgrenzen: So bemerkte der DCV in seiner Stellungnahme ua., dass das Selbstauskunftsverfahren im Rahmen von Crowdfunding aktuell das bestmögliche Mittel sei, um Anleger vor Fehlentscheidungen durch Einflussnahme Dritter (etwa provisionsgebundener Anlageberater) zu bewahren.³⁷³
- 178** Die Zeichnungsgrenzen wurden dann auch – trotz teilweiser Forderung der Branche – bislang nicht erhöht. Der Gesetzgeber sah hierfür in seiner letzten Anpassung des VermAnlG am 21.8.2017 – wie die Bundesregierung im Evaluierungsbericht³⁷⁴ – keine Notwendigkeit: Die große Mehrheit der Anleger (86 %) investiere weniger als EUR 1000 pro Anlage über ein Crowdfunding-Portal.³⁷⁵ Auch der Anteil der Anleger, die mehr als EUR 10000 investierten, sei verschwindend gering.³⁷⁶ Im Ergebnis sei daher eine Anpassung der Zeichnungsgrenzen nicht erforderlich.
- 179** Nach Ansicht der Bundesregierung fehlen zudem anderthalb Jahre nach Inkrafttreten des KASG noch ausreichende Informationen zur Praktikabilität der bisherigen Regelungen, sodass es für eine Änderung der Zeichnungsgrenzen noch zu früh sei.³⁷⁷

³⁶⁶ RegE KASG (s. Fn. 43), S. 54.

³⁶⁷ RegE KASG (s. Fn. 43), S. 54.

³⁶⁸ RegE KASG (s. Fn. 43), S. 54 f.

³⁶⁹ Vgl. insoweit § 16 Abs. 3a FinVermV sowie § 31 Abs. 5a WpHG.

³⁷⁰ Klöhn/HornufDB 2015, 47 ff.; Casper ZBB 2015, 265 ff.

³⁷¹ So Klöhn/HornufDB 2015, 47 (52).

³⁷² Klöhn/HornufDB 2015, 47 (52); Casper ZBB 2015, 265 (278).

³⁷³ Stellungnahme DCV (s. Fn. 295), S. 4.

³⁷⁴ Evaluierungsbericht der BReg (s. Fn. 30), S. 11.

³⁷⁵ Evaluierungsbericht der BReg (s. Fn. 30), S. 11.

³⁷⁶ Evaluierungsbericht der BReg (s. Fn. 30), S. 11.

³⁷⁷ Evaluierungsbericht der BReg (s. Fn. 30), S. 10.

Zudem führen die aktuellen Zeichnungsgrenzen in der Praxis zu dem unbefriedigenden Ergebnis, dass oftmals die Unternehmensgründer selbst nicht in ihr Projekt investieren können, da ihr Anteil am Unternehmen – der eine Vermögensanlage iSv § 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG darstellt – in den meisten Fällen bereits über EUR 10 000 liegt. 180

Die Nichtgeltung der Zeichnungsgrenzen für Anleger, die Kapitalgesellschaften sind, ist hingegen grundsätzlich begrüßenswert. Hierdurch werden Investments von institutionellen Anlegern und Business Angels zu einem gewissen Maße ermöglicht.³⁷⁸ Dadurch, dass nach der Verwaltungsauffassung der BaFin auch die UG (haftungsbeschränkt) als Kapitalgesellschaft iSd § 2a Abs. 3 VermAnlG gelten soll,³⁷⁹ ist es für einen Anleger insoweit ohne größeren Aufwand möglich, höhere Beträge zu investieren.³⁸⁰ 181

(dd) Anlageberatung/-vermittlung durch Internetplattform Weitere Voraussetzung der Crowdfunding-Ausnahme ist gem. § 2a Abs. 3 VermAnlG, dass die Vermögensanlagen ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung iSd. VermAnlG über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden.³⁸¹ Grund der Privilegierung von Emissionen über Internet-Dienstleistungsplattformen ist, dass diese zum Schutz der eigenen Reputation teils eine sehr strenge Vorauswahl der zu finanzierenden Projekte vornehmen. Die Crowdfunding-Plattformen haben kein Interesse daran, dass die Projekte, die sie anbieten, unseriös oder nicht erfolgreich sind. Insofern kommt die sog. „Gatekeeper“-Funktion der Plattformen zum Tragen, wonach die Plattformen marktschädigende oder unerfolgreiche Angebote schon aus Eigennutz (aus Reputations- und monetären Provisionsgründen) verhindern. Auch dies trägt zum Schutz der Anleger bei.³⁸² 182

(ee) Verbot des maßgeblichen Einflusses von Emittent auf Crowdfunding-Plattform (Interessenkonfliktsregelung) Eine wesentliche Neuerung der seit August 2017 geltenden geänderten Fassung des VermAnlG stellt der neu eingefügte § 2a Abs. 5 VermAnlG dar. Danach sind Vermögensanlagen zum öffentlichen Angebot nicht zugelassen³⁸³, wenn ihr Emittent auf das Unternehmen, das die Crowdfunding-Plattform betreibt, unmittelbar oder mittelbar maßgeblichen Einfluss ausüben kann. Ein maßgeblicher Einfluss liegt demzufolge *insbesondere* vor, wenn: 183

- ein Mitglied der Geschäftsführung oder deren Angehöriger iSv § 15 AO auch Mitglied der Geschäftsführung des Betreibers der Crowdfunding-Plattform ist, oder
- der Emittent mit dem Betreiber der Crowdfunding-Plattform gem. § 15 AktG verbunden ist.

³⁷⁸ So bereits zum Entwurf des KASG: Stellungnahme des German Crowdfunding Network (GCN) im Deutschen Crowdsourcing Verband v. 1.8.2014, S. 9, abrufbar unter https://www.companisto.com/docs/GCN_statement.pdf (zuletzt abgerufen am 20.9.2017); *Riethmüller* DB 2015, 1451 (1454).

³⁷⁹ Siehe hierzu bereits → Rn. 161 und Fn. 342.

³⁸⁰ *Casper* ZBB 2015, 266 (278), der die Einbeziehung der UG (haftungsbeschränkt) als eine Umgehungsmöglichkeit ansieht. UE ist diese „Umgehungsmöglichkeit“ allerdings mit für Kleinanleger erheblichem Aufwand verbunden, da für die Gründung einer UG (haftungsbeschränkt) immerhin Kosten im drei- bis vierstelligen Bereich anfallen und diese mit einem Notartermin zur Beurkundung verbunden sind.

³⁸¹ → Rn. 161.

³⁸² *Riethmüller* DB 2015, 1451 (1453).

³⁸³ Siehe bereits Fn. 311, Die gesetzgeberische Formulierung ist an dieser Stelle unsauber. Richtigerweise müsste es heißen: „Vermögensanlagen sind zum öffentlichen Angebot *im Rahmen von § 2a* nicht zugelassen, wenn ...“.

- 184** Damit ist gemeint, dass der Anbieter der Vermögensanlage (Start-up bzw. Projektgesellschaft) keine Einflussmöglichkeit mehr auf die Crowdfunding-Plattform haben darf. Das heißt, die Crowdfunding-Plattform muss von einem unabhängigen Dritten betrieben werden. Es darf keine geschäftliche Einflussnahme über das Halten von Beteiligungen, die über Minderheitenbeteiligungen hinausgehen, möglich sein. Weiter dürfen auch keine Personen bei dem Betreiber der Crowdfunding-Plattform in einflussreichen Positionen eingesetzt werden, die dem Unternehmen des Emittenten nahe stehen, wie Mitglieder der Geschäftsführung, des Vorstandes oder deren Angehörige.
- 185** Interessanterweise soll der umgekehrte Fall, also dass die Crowdfunding-Plattform Einfluss auf den Emittenten ausüben kann, dem Wortlaut nach jedoch nicht erfasst sein.
- 186** Der Wortlaut ist grundsätzlich sehr weit gefasst und geht uE über den Sinn und Zweck der Vorschrift – Vermeidung von Interessenkonflikten sowie unabhängige Mittlerfunktion der Crowdfunding-Plattform – hinaus. So sollen unmittelbare wie auch mittelbare maßgebliche Beeinflussungen nicht mehr zulässig sein. Neben den ausdrücklich im Gesetz (als Regelbeispiele ausgestalteten) vorgesehenen beiden Fällen, in denen insbesondere ein maßgeblicher Einfluss vorliegen soll, sind auch weitere Fälle – aufgrund des nicht abschließenden Charakters der Vorschrift – erfasst. Die BaFin hat bislang noch nicht Stellung dazu bezogen, wie weit sie die Interessenkonfliktsregelung interpretiert. Jedoch ist davon auszugehen, dass die BaFin – aufgrund des sehr weiten Wortlautes – vermehrt Strukturen, in denen Emittent und Crowdfunding-Plattform eine gewisse Nähe aufweisen, „unter die Lupe nehmen wird“.
- 187** Unter § 2a Abs. 5 VermAnlG dürften in jedem Fall Eigenvertriebsmodelle fallen. In der Vergangenheit wurden teilweise Crowdfunding Plattformen gegründet, um unter Nutzung der Crowdfunding Ausnahme eigene Projekte zu finanzieren. Dies ist nun nicht mehr zulässig. Desweiteren ist auch eine Identität oder Verwandtschaft von Geschäftsführern bei Emittent und Crowdfunding-Plattform nicht mehr möglich.
- 188** Auch dürften allerdings zB Strukturen, in denen die Gründung und der Betrieb einer Crowdfunding-Plattform durch Mitarbeiter des Emittenten – aufgrund des zumindest mittelbaren Einflusses des Emittenten auf seinen Mitarbeiter – nicht mehr zulässig sein.
- 189 (ff) Widerrufsrecht gem. § 2d VermAnlG** Greift die Crowdfunding-Ausnahme ein, steht dem Anleger gem. § 2d VermAnlG ein Widerrufsrecht zu. Es soll dem Anleger eine spezielle Möglichkeit zur Rückabwicklung geben, da lediglich ein VIB mit einem geringeren Informationsgehalt veröffentlicht werden muss und kein vollumfänglicher Verkaufsprospekt. Der Anleger soll so einen Ausgleich für die eingeschränkte Informationsquelle erhalten.³⁸⁴ Anders als bei den Widerrufsrechten nach dem BGB setzt § 2d VermAnlG weder eine Überrumpelungssituation noch einen bestimmten Vertragstyp oder die Verbrauchereigenschaft iSv § 13 BGB voraus. Vielmehr genügt es zur Ausübung des Widerrufsrechts, dass der Anleger³⁸⁵ seine auf Abschluss des Vertrages über eine Vermögensanlage iSv § 2a VermAnlG gerichtete Willenserklärung gegen-

³⁸⁴ Vgl. crowdfunding.de-Marktreport 2016, (s. Fn. 29); Der Evaluierungsbericht der Bundesregierung (s. Fn. 30) nennt demgegenüber aufgrund seines abweichenden Untersuchungszeitraums (1.8.2011 bis 1.6.2016) andere Zahlen; so entfielen knapp 75 % auf Unternehmensfinanzierungen und 10 % auf Immobilienprojekte, der Rest auf andere Projekte.

³⁸⁵ Vgl. zum Begriff des Anlegers in diesem Kontext *Casper ZBB* 2015, 265 (279): Anleger ist jeder Vertragspartner einer Vermögensanlage, der nicht Emittent, Vermittler, Initiator oder Hintermann ist und damit möglicher Adressat der Prospekthaftung iSd § 20 Abs. 1 VermAnlG sein kann.