

Unterrichtung

durch die Bundesregierung

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

I. Vorbemerkungen

1. Gesetzliche Grundlagen und Berichtsauftrag

Mit dem Kleinanlegerschutzgesetz vom 3. Juli 2015 (BGBl. I S. 1114) wurden partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen in den Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG) aufgenommen. Zugleich sehen die ebenfalls neu in das VermAnlG aufgenommenen §§ 2a bis 2c Erleichterungen für Schwarmfinanzierungen, soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften vor, damit diese Projekte nicht durch unverhältnismäßige Anforderungen beeinträchtigt werden.

Der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages hat in seinem Bericht zum Kleinanlegerschutzgesetz (BT Drucks. 18/4708) die Bundesregierung gebeten, bis zum Ablauf des Jahres 2016 eine Evaluierung der neu in das VermAnlG eingeführten Befreiungsvorschriften (§§ 2a bis 2c VermAnlG) zu erstellen und dem Finanzausschuss mit einer Stellungnahme zu gegebenenfalls erforderlichen Änderungen zu übermitteln.

2. Vorgehen bei der Evaluierung und Berichtsaufbau

Eine zentrale Rolle bei der Evaluierung der Befreiungsvorschriften stellen die hierzu gemachten Erfahrungen der Praxis und empirische Daten dar. Um diese zu erlangen, hat die Bundesregierung zwei Studien in Auftrag gegeben und ein Konsultationsverfahren bei den betroffenen Verbänden (insbesondere der Crowdinvesting-Branche, der Finanzwirtschaft sowie dem vzbv) und über das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie auch der Gewerbeämter der Länder durchgeführt. Darüber hinaus hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu den Erfahrungen der Aufsicht mit den betroffenen Vorschriften Stellung genommen.

Im Folgenden werden (unter II.) zunächst die wesentlichen Erkenntnisse aus den Studien und anschließend (unter III.) aus dem Konsultationsverfahren dargestellt. Auf dieser Basis werden abschließend (unter IV.) die Befreiungsvorschriften evaluiert und es werden gesetzliche Änderungen vorgeschlagen.

II. Erkenntnisse aus den Studien

1. Studie zu den Praxiserfahrungen mit den Befreiungsvorschriften

a) Gegenstand der Studie und Durchführung der Untersuchung

Die von Wissenschaftlern des ifo Instituts, der Universität Trier und der Humboldt-Universität zu Berlin gemeinsam erstellte Studie zu den Praxiserfahrungen mit den durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingeführten Befreiungsvorschriften in §§ 2a bis 2c VermAnlG hat eine empirische Datenerhebung zu diesen Vorschriften zum Gegenstand.

Für die Untersuchung der Befreiung für Schwarmfinanzierungen konnte auf eine seit dem 1. August 2011 geführte Crowdinvesting-Datenbank zurückgegriffen werden. Die Untersuchung deckt einen Zeitraum vom 1. August 2011 bis zum 1. Juni 2016 und damit alle Schwarmfinanzierungen seit Beginn dieser Finanzierungsform ab. Der Markt, auf dem sich Emittenten mit sozialen und gemeinnützigen Projekten finanzieren, ist dagegen deutlich weniger transparent als der Markt für Schwarmfinanzierungen iSd. § 2a VermAnlG. Für die Untersuchung der Befreiungen für soziale Projekte sowie für gemeinnützige Projekte und für Religionsgemeinschaften bestanden deshalb

Schwierigkeiten, eine ausreichende Datenmenge zu erheben, die eine fundierte Untersuchung erlaubt hätte. Insofern beruht die Studie daher im Wesentlichen auf Erkenntnissen aus Expertengesprächen.

b) Erkenntnisse zur Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen

Entwicklung des Crowdfunding-Marktes in den Jahren 2011 bis 2016

Der deutsche Crowdfunding-Markt ist in den Jahren von 2011 bis 2015 stark gewachsen; die durchschnittliche Wachstumsrate lag bei 220% pro Jahr. Betrachtet man die Wirtschaftszweige, denen die finanzierten Unternehmen und Projekte zugeordnet werden können, fällt auf, dass besonders häufig Schwarmfinanzierungen im Bereich Information und Kommunikation sowie im Bereich Handel durchgeführt wurden. Ein Großteil der finanzierten Unternehmen verfolgt zudem ein internetbasiertes Geschäftsmodell.

Insgesamt wurden bis zum 1. Juni 2016 von deutschen Crowdfunding-Portalen 405 Finanzierungen angeboten. Davon konnten auch knapp 80% an Anleger vermittelt werden. Crowdfunding-Portale können somit – was ihre Finanzierung betrifft – eine durchaus bemerkenswerte Erfolgsrate verzeichnen. Der überwiegende Teil der vermittelten Projekte diente der Unternehmensfinanzierung (ca. 75%), ein ebenfalls erheblicher Anteil von rund 10% entfiel auf Projekte aus dem Bereich der Immobilienfinanzierung. Im Übrigen wurden ökologische und soziale Projekte sowie Filmprojekte finanziert.

Bei dem Finanzierungsvolumen von insgesamt 110 Mio. EUR, das in dem Untersuchungszeitraum der Studie über Crowdfunding-Portale vermittelt werden konnte, ist auffällig, dass am Ende nur ca. zwei Drittel des Finanzierungsvolumens (66 Mio. EUR) dazu diente, junge Startup-Unternehmen zu finanzieren. Dafür kam ca. ein Drittel des aufgebracht Kapitals (36 Mio. EUR) der Finanzierung von Immobilienprojekten zu Gute. Die Mehrzahl der Immobilienfinanzierungen hatte das Ziel, einen Neubau zu finanzieren. Der Rest bezweckte Sanierungen bzw. Gebäudeaufwertungen und nur ein Emittent bot die Finanzierung eines Grundstückskaufs an. Ganz überwiegend boten Emittenten Immobilienfinanzierung zur Wohnraumnutzung an.

Nutzung von Wertpapierprospekten

Im Beobachtungszeitraum wurden insgesamt drei Emissionen mit einem Prospekt gemäß Wertpapierprospektgesetz (WpPG) durchgeführt. Ein wesentlicher Grund für die seltene Nutzung von Prospekten sind laut Angaben der Portalbetreiber die mit der Erstellung eines Prospektes verbundenen Kosten.

Ausfälle bei Schwarmfinanzierungen

Lediglich bei 13,5% (43 von 318) der über Crowdfunding-Portale eingeworbenen Finanzierungen kam es laut der Studie zu Ausfällen, also zu einem Fehlschlag der geplanten Unternehmung. Insgesamt ist damit die Überlebensfähigkeit von Startups, die über Crowdfunding finanziert wurden, höher als bei den übrigen Startups.

Gesamtverkaufspreis je Emittent

Bei der Auswertung nach dem Gesamtverkaufspreis zeigt die Studie, dass fast 80% der Emittenten weniger als 500.000 EUR einsammelten und damit den bestehenden Schwellenwert in der Befreiungsvorschrift in Höhe von 2,5 Mio. EUR (§ 2a Abs. 1 VermAnlG) deutlich unterschritten. Weniger als 2% der Emittenten begaben dagegen mehr als 2,5 Mio. EUR. Es gab zwar einen Rückgang der Emissionen über Crowdfunding-Plattformen nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes. Dieser ist nach der Studie jedoch nicht auf die Einführung des § 2a VermAnlG zurückzuführen, da es keine nennenswerte Erhöhung von Emissionen gab, die an den Grenzwert von 2,5 Mio. EUR gestoßen sind. Der Rückgang betraf deshalb vor allem Emissionen im Bereich von 1 Mio. EUR bis 2,5 Mio EUR.

Anlagebeträge

Die überwiegende Mehrheit von 86% der Anleger, die über Crowdfunding-Portale Emittenten Geldmittel zur Verfügung stellten, investierten laut der Studie weniger als 1.000 EUR. Die übrigen 14% der Anleger, die mehr als 1.000 EUR investieren, brachten allerdings den Großteil der am Markt investierten Mittel (71%) auf. Die geringe Anzahl der Anleger, die über 10.000 EUR investierten, nahm nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes stark ab und sank von 0,6% auf 0,1%. Zugleich nahm der Anteil derjenigen, die exakt 10.000 EUR investierten, nur leicht zu. Die Studie kommt daher zu dem Ergebnis, dass der Schwellenwert von 10.000 EUR, den das Kleinanlegerschutzgesetz als Obergrenze für die Investition eines Anlegers über ein Crowdfunding-Portal pro Emittent festgelegt hat, keine Beeinträchtigung für die Tätigkeit der Portale darstellt.

Eigenschaften der Anlegerinnen und Anleger

Die Anlegerinnen und Anleger auf den Crowdfunding-Portalen sind laut der Studie durchschnittlich um die 40 Jahre alt. Die überwiegende Mehrzahl der Investierenden ist auf allen Portalen männlich. Rund 3% der Anleger auf Crowdfunding-Portalen investieren über eine Kapitalgesellschaft, in der Regel in der Rechtsform der GmbH. Durchschnittlich investierten die Kapitalgesellschaften deutlich weniger als den vom Kleinanlegerschutzgesetz eingeführten Grenzwert von 10.000 EUR, obwohl sie dazu befugt wären. Unter den sonstigen Kapitalgesellschaften befinden sich 16 unterschiedliche Kapitalgesellschaften, die über 10.000 EUR investierten und dabei insgesamt ein Kapital von 357.500 EUR bereitstellten.

Nutzung von Vermögensanlagen

Aus der Studie ergibt sich, dass sich die bei Schwarmfinanzierungen verwendeten Vermögensanlagen in den letzten Jahren von stillen Beteiligungen hin zu partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen entwickelt haben. Partiarische Darlehen waren die mit Abstand am häufigsten genutzten Vermögensanlagen, gefolgt von stillen Beteiligungen und Nachrangdarlehen. Partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen machten zusammen rund 85% des Emissionsvolumens aus. Nur fünf Emittenten boten Wertpapiere an. Bei der Betrachtung der Immobilien-Emittenten zeigt sich, dass diese meist Nachrangdarlehen anbieten. Nur drei Emittenten nutzen dort partiarische Darlehen und stille Beteiligungen. Zwei der Immobilien-Emittenten boten Wertpapiere an.

Inanspruchnahme des Widerrufsrechts

Bei einem Vergleich der Widerrufshäufigkeiten 11 Monate vor und nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes zeigt die Studie, dass Widerrufe während einer Finanzierungsphase insgesamt rückläufig waren.

Marktkonsolidierung und ausländische Crowdfunding-Plattformen

Bislang hat keine deutsche Crowdfunding-Plattform ihren Sitz ins Ausland verlegt. Allerdings schlossen sich zwei deutsche Crowdfunding-Plattformen mit einem österreichischen Portal zusammen.

c) Erkenntnisse zu den Befreiungsvorschriften für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften

Anzahl der Projekte mit bzw. ohne Prospekt

Sowohl im sozialen als auch im gemeinnützigen Bereich hat jeweils nur ein Projekt einen Prospekt veröffentlicht. Insgesamt wurden 507 soziale und gemeinnützige Projekte untersucht, 43 Projekte konnten identifiziert werden, die eine Vermögensanlage begeben haben (30 soziale und 13 gemeinnützige Projekte).

Verkaufspreise der Vermögensanlagen

Im Bereich sozialer Projekte wurden überwiegend Vermögensanlagen mit einem Verkaufspreis bis 250.000 EUR und damit deutlich unter dem von der Befreiungsvorschrift festgelegten Grenzwert von

2,5 Mio. EUR (§ 2b Abs. 1 Nr. 2 VermAnlG) emittiert. Ein Drittel der Emissionen umfasste einen Verkaufspreis zwischen 100.000 EUR und 250.000 EUR. 20% der Vermögensanlagen wiesen einen Verkaufspreis bis 50.000 EUR auf. Nur 16% der Emissionen erlösten mehr als 2,5 Mio. EUR.

Für den Bereich der gemeinnützigen Projekte wurde festgestellt, dass Vermögensanlagen mit einem noch geringeren Volumen emittiert werden als im sozialen Bereich. So wurde dort bei knapp der Hälfte der Vermögensanlagen ein Verkaufspreis bis zu 250.000 EUR erlöst und keine Vermögensanlage mit einem Verkaufspreis von über 1 Mio. EUR ausgegeben. Und auch im Bereich zwischen 250.000 EUR und 1 Mio. EUR lag die Mehrheit der Emissionen (mit einem Drittel aller Emissionen) zwischen 250.000 EUR und 500.000 EUR.

Vereinbarte Sollzinssätze

Bei den Emittenten im sozialen Bereich liegen der Studie Informationen über die Zinssätze von 14 Nachrangdarlehen und einem partiarischen Darlehen vor. Die Zinssätze bewegen sich im Bereich von 0,1% bis 4,5%. Häufig wurde eine Spanne von Zinssätzen angegeben. Bei den 7 Nachrangdarlehen von gemeinnützigen Emittenten wurde für 4 Nachrangdarlehen keine Verzinsung vereinbart. Für die anderen drei Nachrangdarlehen wurden Spannen angegeben, die sich zwischen 0% und 4% bewegen. Insgesamt lässt sich kein zeitlicher Trend bei den Zinssätzen feststellen. Es ist unklar, weshalb Zinsspannen angegeben wurden und ob sich die Zinssätze auf verschiedene Vermögensanlagen bezogen.

Ziele der Emittenten

Im Bereich sozialer Projekte werden die Verkaufserlöse der meisten Vermögensanlagen zum Bau, Kauf oder Betrieb von Immobilienprojekten sowie für Renovierungen verwendet, gefolgt vom Aufbau/Betrieb von Anlagen zur Energieerzeugung. Bei den gemeinnützigen Projekten wurden die Mittel vor allem für den Bau oder Umbau von Schulen eingesetzt. Gleichzeitig nutzen die Schulen die aus den sogenannten „Elterndarlehen“ verfügbaren Mittel, um einen Teil ihrer Betriebsmittel zu finanzieren.

Organisationsform der Emittenten

Während sich sozial klassifizierte Projekte hauptsächlich als Genossenschaft oder Unternehmersgesellschaft (haftungsbeschränkt) organisieren, favorisieren Projekte, die als gemeinnützig anerkannt sind, die Rechtsform eines eingetragenen Vereins oder einer Stiftung.

Erfüllung der Befreiungstatbestände

Nahezu alle sozialen Projekte (28 von 32) fallen unter die in der entsprechenden Befreiungsvorschrift definierten Größenordnungen hinsichtlich Bilanzsumme und Umsatz (§ 2b Abs. 2 VermAnlG). Die 13 gemeinnützigen Emittenten würden sämtlich die Voraussetzungen der entsprechenden Befreiungsvorschrift (§ 2c Abs. 2 VermAnlG) erfüllen. Von Religionsgemeinschaften liegen der Studie keine Daten vor.

Durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme und Anteil der Vermögensanlagen

Bei den sozialen Projekten liegt die durchschnittliche Gesamtinvestitionssumme bei knapp unter 2,5 Mio. EUR. Im Schnitt nutzten soziale Projekte Vermögensanlagen zur Finanzierung von etwas mehr als der Hälfte des jeweiligen Projektvolumens. Ähnliches gilt für die Investitionssummen im Bereich gemeinnütziger Projekte. Hier liegt das durchschnittliche Investitionsvolumen knapp unter 2 Mio. EUR und somit niedriger als bei den sozialen Projekten. Gleichzeitig ist aber der Anteil einer Vermögensanlage an der Finanzierung eines gemeinnützigen Projektes mit rund 47% geringfügig niedriger als bei sozialen Projekten.

Verwendete Vermögensanlagen

Für soziale Projekte wurden oft Nachrangdarlehen genutzt. Außerdem wurden relativ häufig Anteile ausgegeben, die eine Beteiligung am Unternehmensergebnis eines Unternehmens gewähren

(hauptsächlich Genossenschaftsanteile und stille Beteiligungen). Auch der Großteil der gemeinnützigen Projekte finanziert sich über Nachrangdarlehen. Jedoch werden ähnlich viele Projekte über Finanzierungsinstrumente finanziert, die das VermAnlG nicht als Vermögensanlage definiert, wie beispielsweise zinslose Darlehen oder Darlehen gegen Bürgschaften von Banken.

Mittelaufnahme in Relation zur Bilanzsumme und Umsatz für soziale Projekte

Die Mittelaufnahme durch soziale Projekte beträgt im Durchschnitt das 7-fache des Umsatzes. Auch machen die Emissionen durchschnittlich mehr als die Hälfte der Bilanzsumme der sozialen Projekte aus.

d) Erkenntnisse zur praktischen Relevanz der Befreiungsvorschriften aufgrund von Expertengesprächen

Die Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen (§ 2a VermAnlG) hat laut einheitlicher Aussage der Expertinnen und Experten eine sehr hohe praktische Relevanz. Viele Angebote von Vermögensanlagen im Bereich der Schwarmfinanzierung machten von dieser Ausnahmegesetzvorschrift Gebrauch. Dieses Ergebnis wird durch die Datenanalyse des deutschen Crowdinvesting-Marktes bestätigt.

Bezüglich der praktischen Relevanz der Befreiungsvorschriften für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften (§§ 2b, 2c VermAnlG) lieferte die Befragung der Experten ebenfalls ein geschlossenes Bild. Sie stellten fest, dass diese Vorschriften keine praktische Relevanz hätten. Stattdessen werde auf die allgemeinen Ausnahmetatbestände zurückgegriffen, hauptsächlich auf die Erleichterung bei Vermögensanlagen keinen Verkaufsprospekt erstellen zu müssen, wenn deren Verkaufspreis in einem Zeitraum von zwölf Monaten 100.000 EUR nicht übersteigt (§ 2 Abs. 1 Nr. 3 Buchst. b) VermAnlG).

2. Studie zum Warnhinweis in Vermögensanlagen-Informationenblättern

a) Hintergrund und Gegenstand der Studie

Mit dem Kleinanlegerschutzgesetz wurde die Verpflichtung eingeführt, auf der ersten Seite des Vermögensanlagen-Informationenblatts (VIB) einen Warnhinweis mit folgender Formulierung drucktechnisch hervorzuheben: *„Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.“* Die Kenntnisnahme des Warnhinweises ist von jedem Anleger durch seine Unterschrift (§ 15 Abs. 3 VermAnlG) bzw. in elektronischer Form bei Einsatz von Fernkommunikationsmitteln (§ 15 Abs. 4 und 5 VermAnlG i.V.m. § 2 VIBBestV) zu bestätigen. Hierdurch soll der Anleger dazu angehalten werden, das VIB sorgfältig zu lesen, um sich der Risiken der Vermögensanlage bewusst zu werden.

Die konkrete Ausgestaltung des Warnhinweises war im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zum Kleinanlegerschutzgesetz Gegenstand einer intensiven Debatte. Um die Wirksamkeit der am Ende vom Gesetzgeber gewählten Regelung zu überprüfen, hat die Bundesregierung eine empirische Untersuchung zum Warnhinweis in Auftrag gegeben. Diese fand im Rahmen des Projekts der Bundesregierung „Wirksam Regieren“ statt, durch das wissenschaftliche Methoden stärker in die Handlungen und Maßnahmen der Bundesregierung integriert werden sollen. Die Studie sollte prüfen, ob der Warnhinweis nach den derzeitigen Vorgaben zum sorgfältigen Lesen des VIB anregt und sein Inhalt auch adäquat erfasst wird, so dass er auf das mögliche hohe Risiko einer Vermögensanlage hinreichend aufmerksam macht.

b) Durchführung der Untersuchung zum Warnhinweis

Die Untersuchung hat die Effektivität des Warnhinweises getestet. Untersucht wurde, wie sich Änderungen des Warnhinweises im Hinblick auf Wortlaut, Form und Platzierung sowie Änderungen der Bestätigung beim elektronischen Verfahren auf die Wahrnehmung des Warnhinweises auswirken. Hierzu wurden in einer ersten, qualitativen Vorphase Probanden befragt und beobachtet, um ableitbare Wirkungsmuster der verschiedenen Gestaltungselemente des Warnhinweises zu ermitteln. Dabei

wurden u.a. Beobachtungen von Blickbewegungen mit Eye-Tracking-Brillen aufgezeichnet, um auch weniger bewusste Wirkungen von Gestaltungselementen auf das Leseverhalten und die Wahrnehmung des Warnhinweises objektiv zu erfassen. Die Erkenntnisse aus der qualitativen Vorphase wurden genutzt, um die sich anschließende quantitative Phase vorzubereiten, in der dann insgesamt 2.514 Teilnehmer befragt wurden.

c) Erkenntnisse zur Platzierung des Warnhinweises

Die Eye-Tracking-Aufzeichnungen der Teilnehmer zeigten, dass der Warnhinweis gleich unter der Überschrift des Titelblatts am sichtbarsten platziert ist. Dort wurde er in 95% der Fälle entdeckt. Am Seltensten sahen die Teilnehmer den Warnhinweis ganz oben auf der Seite noch über der Überschrift. In Gruppendiskussionen der Vorphase wurde dies bestätigt. Die optimale Positionierung des Warnhinweises war danach „oben – jedoch unter der Überschrift“. Die hohe Sichtbarkeit habe allerdings auch zur Folge, dass vor allem Anleger mit weniger Finanzwissen auf die frühe Platzierung des Warnhinweises mit einer voreiligen Ablehnung des Produkts reagierten, ohne sich genauer über die Risiken zu informieren.

d) Erkenntnisse zur Platzierung der Unterschrift auf der Papierversion

Die Platzierung der Unterschrift zum Warnhinweis oben auf der ersten Seite könne laut der Studie zwar durchaus die Sichtbarkeit als auch die Beschäftigungsdauer mit dem Warnhinweis erhöhen. Allerdings würde dies nicht den Lese- und Unterschriftsgewohnheiten entsprechen und deshalb von den Teilnehmern nicht immer richtig verstanden werden.

e) Erkenntnisse zur optischen Gestaltung des Warnhinweises

Die Eye-Tracking-Daten zeigten, wie die optische Gestaltung des Warnhinweises dessen Sichtbarkeit beeinflusst. Die Verwendung eines Rahmens führte dazu, dass der Warnhinweis tendenziell eher und früher entdeckt und so die Sichtbarkeit gefördert wurde. Dies bestätigte auch die quantitative Untersuchung: Der Warnhinweis in der Form „großer Kasten mit viel weißer Fläche“ wurde von den Teilnehmern am besten wahrgenommen. Auf der Basis von Fettdruck oder größerer Schriftgröße allein konnte eine entsprechende Wirkung des Warnhinweises nicht belegt werden. Ebenso konnte die Untersuchung die Wirksamkeit von Piktogrammen, um die Sichtbarkeit des Warnhinweises zu erhöhen, nicht bestätigen.

Die quantitative Untersuchung zeigte aber auch, dass ein VIB in tabellarischer Form grundsätzlich schwerer zu erfassen ist als ein VIB in Fließtext. Wurde das VIB in tabellarischer Form gestaltet, reduzierte sich dadurch auch wieder die Aufmerksamkeitswirkung eines Rahmens beim Warnhinweis.

f) Erkenntnisse zur Gestaltung des Wortlautes

Um die beabsichtigte Wirkung des Warnhinweises bei den Anlegern zu erreichen, muss dieser nach der Studie leicht verständlich und für eine objektive Risikoeinschätzung möglichst kurz und klar, aber nicht formelhaft sein. Er sollte die hohe Relevanz der Risikoprüfung bei dieser Anlage hervorheben (Totalverlust möglich) und diese zusätzlich erleichtern, z. B. durch einen Verweis auf den relevanten Absatz über die Risiken. Potenzielle Anleger, die das jeweilige Risiko gut einschätzen können, sollten sich durch den Warnhinweis nicht abgeschreckt fühlen. Auf der anderen Seite sollten diejenigen, die sich einer Risikobewertung nicht gewachsen fühlen oder sind, verstehen, dass dies keine geeignete Anlage für sie ist.

Von den Teilnehmern der Studie wurde die bestehende Formulierung des Warnhinweises im VermAnlG im Vergleich zu mehreren alternativen Formulierungsvorschlägen mit Rücksicht auf seine Verständlichkeit am besten bewertet. Auch zeigte die aktuelle Formulierung bei den Teilnehmern der quantitativen Untersuchung eine sehr hohe Bereitschaft, sich mit dem Risiko der Anlage auseinanderzusetzen.

Nach den Erkenntnissen der quantitativen Untersuchung hat der Warnhinweises zudem bei Personen mit unterschiedlich hoher finanzieller Bildung einen unterschiedlich starken Effekt. Wird der

Warnhinweis beispielsweise von einer Person mit niedriger finanzieller Bildung tatsächlich wahrgenommen, so sinkt die Bereitschaft in die Vermögensanlage zu investieren im Vergleich zu einer Person mit höherer finanzieller Bildung überdurchschnittlich stark ab. Das bedeutet, dass der Warnhinweis bei Personen mit niedriger finanzieller Bildung einen besonders starken Effekt hat.

g) Erkenntnisse zum Verfahren der elektronischen Bestätigung

Die Untersuchung hat auch das Verfahren zur elektronischen Bestätigung getestet, insbesondere mit Blick auf die wahrgenommene Äquivalenz zur eigenhändigen Unterschrift. Dabei wurden neben der bestehenden Regelung vier weitere Verfahren auf ihre Äquivalenz zur eigenhändigen Unterschrift überprüft. Im Ergebnis wurde die bestehende Regelung ebenso wie zwei weitere Verfahren als geringfügig bedeutsamer angesehen als die eigenhändige Unterschrift. Ein Verfahren, bei dem ein Pop-up Fensters angeklickt und bestätigt werden muss, wurde von den Teilnehmern dagegen als weniger bedeutsam eingestuft als eine eigenhändige Unterschrift. Die Angabe der E-Mailadresse und die Bestätigung des Lesens durch Klicken auf einen Link in der E-Mail sahen die Teilnehmer dagegen als ungefähr genauso bedeutsam an wie eine eigenhändige Unterschrift.

III. Ergebnisse aus dem Konsultationsverfahren

Bei den Stellungnahmen, die im Rahmen des Konsultationsverfahrens eingegangen sind, lassen sich die folgenden, wesentlichen Anliegen feststellen.

1. Begrenzung des Anwendungsbereichs der Befreiungsvorschriften, insbesondere für Schwarmfinanzierungen

Von den Verbänden der Crowdinvesting-Branche und der Finanzwirtschaft wird deutlich kritisiert, dass die Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen (§ 2a VermAnlG) auf partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige Anlagen (§ 1 Absatz 2 Nummer 3, 4 und 7 VermAnlG) begrenzt sei. Diese Begrenzung sei allein darauf zurückzuführen, dass Nachrangdarlehen bis zum Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes keine prospektpflichtige Vermögensanlage im Sinne des VermAnlG gewesen seien und Crowdfunding daher allein wegen der fehlenden Prospektspflicht über Nachrangdarlehen betrieben wurde und nicht deshalb, weil es die favorisierte Anlageform darstellte. Die Begrenzung der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen auf wenige Anlageformen habe zu einem erheblichen Wachstumshindernis und Standortnachteil für Schwarmfinanzierungen in Deutschland geführt. Andere, für Anleger geeignetere Anlageformen würden auf diese Weise vom Markt nicht angeboten, obwohl diese anderen Anlageformen wie insbesondere Genussrechte und stille Beteiligungen für Anleger deutlich sicherer seien als z.B. Nachrangdarlehen. Für diese nicht erfassten Anlageformen könne beispielsweise einfacher eine Besicherung angeboten werden oder es bestünden Einflussnahmemöglichkeiten aufgrund von Mitgliedschaftsrechten.

Ein erheblicher Teil der betroffenen Verbände favorisiert daher, § 2a VermAnlG auf sämtliche Vermögensanlagen nach § 1 Absatz 2 VermAnlG zu erweitern. Auch die BaFin spricht sich für die Erweiterung aus. Dagegen wenden sich vzbv und VÖB mit dem Argument, dass aufgrund der mit Vermögensanlagen dieser Art verbundenen Risiken eine entsprechende Förderung solcher Vermögensanlagen stark reduziert bleiben sollte.

Ein Teil der Verbände setzt sich darüber hinaus dafür ein, auch für eigenkapitalbasierte Anlageformen wie Aktien und Anleihen eine § 2a VermAnlG entsprechende Befreiung von der Prospektspflicht vorzusehen.

2. Anhebung der Schwellenwerte

Ein großer Teil der Verbände mit Ausnahme des vzbv treten dafür ein, bei der Befreiung für Schwarmfinanzierungen die Grenze für den Gesamtverkaufspreis sämtlicher angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten von derzeit 2,5 Mio. EUR auf 5 Mio. EUR anzuheben. Dies wird damit begründet, dass insbesondere zur Finanzierung von Immobilienprojekten das Volumen von

2,5 Mio. EUR zu niedrig bemessen sei und diese Grenze längerfristige Finanzierungsrunder bei jungen Unternehmen verhindere.

Bei den Grenzen für den Gesamtbetrag, der pro Anleger eingeworben werden darf, wird zum Teil gefordert, bestimmte qualifizierte Anleger von jeglicher Begrenzung zu befreien. Andere Verbände treten dagegen dafür ein, die absolute Obergrenze von 10.000 EUR aufzugeben und die Obergrenze ausschließlich von den individuellen Einkommens- und Vermögensverhältnissen abhängig zu machen, indem bestimmte Prozentsätze des jeweiligen liquiden Vermögens oder des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens nicht überschritten werden dürften. Andere sehen auch die Grenze von 1.000 EUR, bis zu der ohne jede Selbstauskunft investiert werden kann, als zu niedrig an und plädieren für eine Anhebung. Der vzbv sieht dagegen im Selbstauskunftsverfahren keinen ausreichenden Schutz für Anleger, da bei diesem durch falsche Angaben sehr leicht die Schutzvorschriften umgangen werden könnten.

3. Steigerung der Transparenz von Crowdfunding-Plattformen

Kritisiert wird von Verbänden auch, dass Crowdfunding-Plattformen derzeit keinen einheitlichen Transparenzstandards unterliegen. Insbesondere die unzureichende Kostentransparenz bei den Plattformen kritisiert der vzbv. Ein erhöhtes Risiko in diesem Zusammenhang wird auch von der BaFin in der starken Verbindung zwischen Plattform und Emittent und den dadurch entstehenden Interessenkonflikten gesehen. Besonders kritisch seien hierbei Konstellationen, in denen Plattformen lediglich zur Finanzierung eines Projekts durch den Emittenten selbst gegründet würden. In diesen Fällen bestehe ein erhebliches Missbrauchspotential.

Vereinzelt tritt die Crowdfunding-Branche dafür ein, die Standards bei den Plattformen durch eine Selbstregulierung anzuheben. Dies solle die für Kleinanleger wichtigen Informationsstandards der Plattformen verbessern. Daneben solle die Selbstregulierung aber auch eine hohe Datensicherheit gewährleisten und die Plattformen einheitlich zur Abführung der anfallenden Kapitalertragsteuern anhalten.

4. Verbesserungen bei den Vermögensanlagen-Informationenblättern (VIB)

Insbesondere der vzbv aber auch die BaFin bemängelt, dass VIBs nicht frei zugänglich seien und über die Plattformen erst nach erfolgreicher Registrierung zugänglich gemacht würden. Ein Teil der Verbände und die BaFin treten zudem dafür ein, die Angaben in VIBs inhaltlich zu erweitern und stärker zu standardisieren. Für VIB sollte darüber hinaus ein formelles Prüfverfahren durch die BaFin eingeführt werden, um die Transparenz und Vergleichbarkeit der VIB für die Anleger zu steigern.

Die Verbände der Crowdfunding-Branche setzen sich dagegen für Erleichterung bei dem Bestätigungsprozess für VIB (§ 15 Abs. 3 und 4 VermAnlG) ein. Hier sei bei der Online-Bestätigung unnötig, dass der Anleger Personal- oder Reisepassnummer angeben müsse, um seine Kenntnisnahme vom Warnhinweis zu bestätigen.

5. Vorgaben für Werbung in sozialen Medien vereinfachen

Die Crowdfunding-Branche kritisiert, dass die Vorgaben zur Werbung in sozialen Medien zum Teil nicht eindeutig seien. Insbesondere sei unklar, was unter den „wesentlichen Merkmalen“ einer Vermögensanlage im Sinne des § 12 VermAnlG zu verstehen sei, auf die in der Werbung für öffentlich angebotene Vermögensanlagen hinzuweisen ist. Auch sei der bei einer Werbung für Vermögensanlagen vorgeschriebene Warnhinweis zu lang für Werbemittel im Internet (insbesondere in sozialen Medien) und verursache aufgrund seiner Länge hohe Kosten für die Anbieter.

6. Unsicherheit bei der Anwendung des Widerrufsrechts

Von den Verbänden kritisiert wird, dass die Anwendung des Widerrufsrechts (§ 2d VermAnlG) erhebliche Rechtsunsicherheiten bereite. Teilweise wird das Widerrufsrecht in § 2d VermAnlG neben dem Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen als überflüssig angesehen und eine Streichung von § 2d

VermAnlG gefordert. Auch wird kritisiert, dass unklar sei, wie die Belehrung über das Widerrufsrecht auszugestalten ist.

7. Weitere Vorschläge, insbesondere Verbesserungen bei der Nutzung eines EU-Passes

Die Verbände nutzten das Konsultationsverfahren auch, um Anliegen vorzutragen, die nicht direkt mit den Befreiungsvorschriften im Zusammenhang stehen. So fordern die Verbände der Crowdinvesting-Brache, Schwarmfinanzierungen für den Vertrieb von Wertpapieren von der Prospektpflicht zu befreien. Hierbei sollte den Anbietern ein EU-Pass für prospektfreie Emissionen eingeräumt werden.

Um grenzüberschreitende Angebote der Crowdinvesting-Plattformen zu vereinfachen, sollte zudem die bestehende Zulassung von Crowdinvesting-Plattformen als Finanzanlagenvermittler für einen EU-Pass geöffnet werden. Die alternativ bestehende Möglichkeit, eine Zulassung als Wertpapierfirma zu erlangen, würde für die Branche prohibitiv hohe Anforderungen stellen.

Die Branche kritisiert zudem, dass Crowdinvesting-Plattformen in Deutschland keinen direkten Zugang zu echten eigenkapitalbasierten Investitionen anbieten könnten. Die Rahmenbedingungen hierfür seien in anderen Ländern deutlich besser, weshalb Erleichterungen im Aktienrecht durch Einführung einer „AG Light“ für Startup-Unternehmen gefordert wird.

IV. Bewertung der Ergebnisse und Vorschläge für mögliche Gesetzesänderungen

Nach den Erkenntnissen aus den Studien und unter Berücksichtigung der im Rahmen des Konsultationsverfahrens abgegebenen Stellungnahmen kommt die Bundesregierung zu folgenden Schlussfolgerungen und Vorschlägen für Gesetzesänderungen.

1. Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen perspektivisch auf sämtliche Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG erweitern

Es könnte erwogen werden, die bisherige Begrenzung des Anwendungsbereichs der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen auf partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstige Vermögensanlagen im Sinne von § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG aufzugeben. Stattdessen könnte der Befreiungstatbestand auf sämtliche Vermögensanlagen des VermAnlG erweitert werden. Dafür spricht, dass die derzeitige Begrenzung des Anwendungsbereichs der Crowdinvesting-Branche Wachstumspotential nehmen könnte, ohne dabei gleichzeitig einen wesentlichen Beitrag zum Schutz der Anleger zu leisten. Die derzeit von der Befreiung erfassten Vermögensanlagen (d.h. partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen) sind für Anleger unter Umständen mit einem höheren Risiko verbunden als andere, von der Befreiung bisher nicht erfasste Vermögensanlagen. So sind z.B. Genussrechte – unter Umständen und je nach vertraglicher Ausgestaltung – für Anleger weniger risikoreich als Nachrangdarlehen und partiarische Darlehen, wenn bei Verlusten eine Wertaufholung vereinbart ist. Es ist auch davon auszugehen, dass der begrenzte Anwendungsbereich der Befreiungsvorschrift verhindern kann, dass sich am Markt für die Finanzierung junger Wachstumsunternehmen weitere Finanzierungsformen etablieren.

Auf der anderen Seite ist zu berücksichtigen, dass der Anwendungszeitraum der Befreiungsvorschrift mit erst gut einem Jahr zu kurz sein könnte, um bereits jetzt eine Entscheidung über dessen Erweiterung zu treffen. Das betrifft auch die Einschätzung des Risikopotentials der bisher nicht von der Befreiung erfassten Anlageformen wie z.B. Genussrechte, die seinerzeit im PROKON-Fall ausgegeben worden waren, aber abhängig von der vertraglichen Ausgestaltung, weniger risikoreich sind als Nachrangdarlehen und partiarische Darlehen. Die geltende Rechtslage sollte deshalb zunächst beibehalten werden. Dies schließt jedoch nicht aus, dass erneut darüber nachgedacht werden sollte, eine Erweiterung der Befreiungstatbestände auf sämtliche Vermögensanlagen des VermAnlG ins Auge zu fassen.

Für den Vorschlag, den Befreiungstatbestand für Schwarmfinanzierungen zusätzlich auf Anlageformen außerhalb des VermAnlG – insbesondere Aktien und Anleihen – zu erweitern, gelten ähnliche Erwägungen. In Wertpapieren verbriefte Anlageformen wie Aktien oder Anleihen unterliegen

nicht den Regelungen des VermAnlG. Werden diese öffentlich angeboten, sind die europäisch harmonisierten Vorgaben des Prospektrechts, insbesondere des WpPG zu beachten, die einen hohen Anlegerschutz gewährleisten. Als Grundsatz sollte aus Sicht der Bundesregierung dieser hohe Standard bei dem öffentlichen Angebot von Wertpapieren einheitlich bestehen bleiben. Hierbei ist jedoch darauf hinzuweisen, dass das europäische Prospektrecht derzeit novelliert wird und zur geplanten Prospekt-Verordnung in den Trilog-Verhandlungen die Übereinkunft erreicht wurde, dass Wertpapiere innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten künftig bis zu einer Obergrenze von 1,0 Mio. EUR prospektfrei öffentlich angeboten werden können. Insoweit könnte zu erwägen sein, dieses Ergebnis vorweg zu nehmen, so dass Crowdfunding-Plattformen demnächst auch Anleihen und Aktien bis zu 1,0 Mio. EUR prospektfrei anbieten dürften.

2. Projekte zur Immobilienfinanzierung aus der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen ausnehmen

Die Marktdaten aus der Studie zu den Praxiserfahrungen mit der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen zeigen, dass rund ein Drittel des über Crowdfunding-Portale eingeworbenen Kapitals in die Finanzierung von Immobilienprojekten fließt. Bei den erfolgreich finanzierten Projekten machen die Immobilienfinanzierungen dann einen beachtlichen Teil von 10% aus. Die Nutzung von Crowdfunding-Portalen zur Immobilienfinanzierung geht jedoch über die gesetzgeberische Intention hinaus, mit den Erleichterungen für Schwarmfinanzierungen in § 2a VermAnlG die Finanzierung junger Wachstumsunternehmen fördern zu wollen (BT-Drucks. 18/3994, S. 40.).

Immobilienfinanzierungen können als soziale Projekte die Befreiungsvorschrift in § 2b VermAnlG in Anspruch nehmen. Liegen die Voraussetzungen des § 2b VermAnlG nicht vor, sollten Immobilienfinanzierungen die Voraussetzungen der Befreiungsvorschrift für soziale Projekte nicht dadurch unterlaufen können, dass diese stattdessen die Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen nutzen. Zudem stehen Immobilienprojekten verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung, wie diese den benötigten Finanzbedarf für das jeweilige Projekt in einem ausreichenden Maße decken können. Daneben benötigen Immobilienprojekte keine weiteren Erleichterungen, um ihren Finanzbedarf über Crowdfunding-Plattformen aufzubringen.

Eine Deregulierung von Immobilienfinanzierungen würde auch den Empfehlungen des Ausschusses für Finanzstabilität widersprechen. Dieser hat im Juni 2015 erstmals neue Instrumente für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien gefordert. Grund dafür war, dass aus seiner Sicht auch durch erleichterte Finanzierungen bewirkte Überbewertungen auf Immobilienmärkten Auslöser systemischer Finanzkrisen sein können. Für die bezeichneten volkswirtschaftlichen Gefahren wäre es aber irrelevant, ob Immobilien durch Darlehen oder über Crowdfunding finanziert werden. Aus Sicht der Bundesregierung könnte daher erwogen werden, Immobilienfinanzierungen aus dem Anwendungsbereich des § 2a VermAnlG auszunehmen.

3. Vorerst keine Änderung der Schwellenwerte in der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen

Ein Teil der Verbände fordert, die Schwellenwerte in der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen anzuheben oder zu flexibilisieren. Für eine entsprechende Entscheidung fehlen jedoch erst anderthalb Jahre nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes noch ausreichende Informationen zur Praktikabilität der bisherigen Regelungen. Insbesondere kann auch noch keine Aussage über die ordnungsgemäße Durchführung des Selbstauskunftsverfahrens getroffen werden, da den zuständigen Industrie- und Handelskammern und Gewerbebehörden dazu bislang keine ausreichenden Daten vorliegen. Dies wird sich erst dann ändern, wenn die Prüfungsberichte nach § 24 Abs. 1 FinVermV für das Jahr 2016 vorliegen und den Behörden nähere Informationen darüber geben, ob die nach § 34f Abs. 1 Nr. 3 GewO als Finanzanlagenvermittler erlaubnispflichtigen Crowdfunding-Plattformen die Vorgaben zum Selbstauskunftsverfahren (§ 16 FinVermV) ausreichend beachtet haben. Die Prüfungsberichte für das Kalenderjahr 2016 sind bis spätestens 31. Dezember 2017 bei der zuständigen Behörde vorzulegen, so dass nicht vor Ende 2017/Anfang 2018 mit den entsprechenden Erkenntnissen zu rechnen ist.

Allerdings haben die empirischen Daten aus der Studie zu den Praxiserfahrungen mit der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen gezeigt, dass der ganz überwiegende Teil der über Crowdfunding finanzierten Projekte weniger als 500.000 EUR eingesammelt hat, so dass die bestehende Grenze von 2,5 Mio. EUR zunächst keine maßgebliche Beschränkung für die Tätigkeit von Crowdfunding-Portalen darzustellen scheint. Auch wurde bislang von der ganz überwiegenden Anzahl der Anleger (86%) jeweils weniger als 1.000 EUR pro Anlage über ein Crowdfunding-Portal investiert, so dass auch dieser Schwellenwert als praktikabel angesehen werden kann. Der Anteil der Anleger, die mehr als 10.000 EUR über ein Crowdfunding-Portal investierten, lag sogar schon vor dem Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes deutlich unter 1% und hat sich danach noch weiter verringert. Damit sprechen die empirischen Daten zu den derzeit festgelegten Schwellenwerten nicht dafür, dass eine entsprechende Erhöhung oder Flexibilisierung das Wachstum von Crowdfunding deutlich fördern könnte. Aus Sicht der Bundesregierung sollte aber erst der Eingang der Prüfberichte abgewartet werden, bevor über eine mögliche Änderung des derzeitigen Gesamtverkaufspreises pro Emittent in Höhe von 2,5 Mio. EUR und des Höchstbetrags für die Investition von 10.000 EUR pro Anleger nachgedacht wird.

4. Auf Umgehungsmöglichkeiten und Interessenskonflikte reagieren

Eine gesetzliche Änderung der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierung bietet sich aus Sicht der Bundesregierung an, um auf das Problem von Umgehungsmöglichkeiten zu reagieren. Eine Streichung des Begriffs des „Anbieters“ in § 2a Abs. 1 VermAnlG würde klarstellen, dass es nicht auf die Anzahl der Anbieter ankommt, sondern auf den Verkaufspreis sämtlicher angebotener Vermögensanlagen ein- und desselben Emittenten. Auf diese Weise würden Umgehungsmöglichkeiten von Marktteilnehmern bezüglich des möglichen Gesamtemissionsvolumens eines Emittenten unter Einschaltung mehrerer Anbieter ausgeschlossen. Eine entsprechende Änderung würde lauten:

In § 2a Absatz 1 werden die Wörter „von dem Anbieter“ gestrichen.

Ein erhöhtes Risiko für Anleger besteht, wenn nur ein Projekt auf der Plattform angeboten werden soll und die Plattform nur für dieses eine Projekt gegründet wird. In diesem Fall erfüllt die Plattform keine echte Intermediärfunktion. Gesteigert wird dieses Risiko, wenn auf Führungsebene eine enge personelle Verbindung zwischen Emittent und Plattform besteht. Der Interessenkonflikt tritt hier deutlich zutage, da eine objektive Beurteilung des Angebots der Vermögensanlage durch die Plattform kaum gegeben sein dürfte. Eine Sachlage wie diese begünstigt außerdem Betrugsfälle, da ein Emittent eine Plattform als Tochterunternehmen gründen könnte, allein um seine Emission anzubieten, wobei ggf. von vornherein nicht geplant ist, die Anleger auszubezahlen. Solche Konstellationen sollte die Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierung möglichst gar nicht erst zulassen. Daher wird folgende Regelung vorgeschlagen:

Dem § 2a wird folgender Absatz angefügt:

„(6) Vermögensanlagen, die von einem Emittenten ausgegeben werden,

1. dessen Geschäftsführer, Vorstand oder deren Angehöriger im Sinne des § 15 der Abgabenordnung auch Mitglied der Geschäftsführung oder Mitglied des Vorstands des Unternehmens ist, das die vermittelnde Internet-Dienstleistungsplattform betreibt, oder
2. der mit dem Unternehmen, das die vermittelnde Internet-Dienstleistungsplattform betreibt, gemäß § 15 des Aktiengesetzes verbunden ist.

sind zum öffentlichen Angebot nicht zugelassen.

5. Vorerst kein Änderungsbedarf bei den Befreiungsvorschriften für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften

Die Befreiungsvorschriften für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften (§§ 2b, 2c VermAnlG) haben nach den Erkenntnissen der Studie zu den Praxiserfahrungen und den Stellungnahmen im Konsultationsverfahren im ersten Jahr seit ihrem Inkrafttreten keine nennenswerte Bedeutung erlangt. Ein Grund hierfür könnte sein, dass die über die Vorschriften geförderten Projekte

bereits ausreichend von den allgemeinen Ausnahmetatbeständen des VermAnlG (§ 2 Abs. 1 VermAnlG) profitieren, insbesondere der Erleichterung, für Vermögensanlagen, deren Verkaufspreis in einem Zeitraum von zwölf Monaten 100.000 EUR nicht übersteigt, keinen Verkaufsprospekt erstellen zu müssen (§ 2 Abs. 1 Nr. 3 Buchst. b) VermAnlG).

Wegen der fehlenden praktischen Erfahrungen mit den Befreiungsvorschriften für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften sollten diese Vorschriften vorerst in der jetzigen Form belassen werden, um abzuwarten, ob sich deren Bedeutung in Zukunft gegebenenfalls erhöht. Um die Anwendbarkeit zu verbessern, könnte jedoch ggf. erwogen werden, die für die Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen erwogene Erweiterung des Anwendungsbereichs auf sämtliche Vermögensanlagen des VermAnlG auch für soziale und gemeinnützige Projekte sowie Religionsgemeinschaften vorzusehen.

6. Kein Änderungsbedarf für das Widerrufsrecht

In den Stellungnahmen wurden Rechtsunsicherheiten im Zusammenhang mit dem Widerrufsrecht (§ 2d VermAnlG) angemerkt, teilweise wurde die Vorschrift auch als überflüssig angesehen. § 2d VermAnlG ist eine Spezialregelung, die zur Anwendung kommt, wenn Anleger ihre über die Befreiungsvorschriften in §§ 2a bis 2c VermAnlG geschlossenen Verträge widerrufen möchten. Diese Verträge erfüllen nicht per se die Voraussetzungen, nach denen Verbraucher Fernabsatzverträge allgemein widerrufen können, so dass für das Widerrufsrecht in § 2d VermAnlG ein eigener Anwendungsbereich besteht und eine Änderung dieser Vorschrift aus Sicht der Bundesregierung nicht als erforderlich angesehen wird.

7. Kein Änderungsbedarf für Werbung in sozialen Medien

Von einem Teil der Verbände werden Erleichterung bei den Anforderungen für Werbung zu öffentlich angebotenen Vermögensanlagen (§ 12 VermAnlG) gefordert, insbesondere mit Rücksicht auf Werbemittel in sozialen Medien. Aus Sicht der Bundesregierung sollte aus Gründen des Anlegerschutzes ein einheitliches Schutzniveau bestehen, unabhängig davon, welches Werbemittel der Anbieter heranzieht. Dies wird durch die Studie zum Warnhinweis nachdrücklich bestätigt. Würde für bestimmte Werbemittel eine Verkürzung des Warnhinweises zugelassen, käme der Gehalt des in § 12 Abs. 2 VermAnlG gesetzlich vorgegebenen Warnhinweises nicht mehr vollständig zum Ausdruck und würde bei den Anlegern nicht länger die vom Gesetzgeber beabsichtigte, warnende Wirkung entfalten können.

8. Änderungsmöglichkeiten für VIB

Im Fall von Vermögensanlagen, die unter der Befreiungsvorschrift für Schwarmfinanzierungen öffentlich angeboten werden, ist das VIB das einzige Transparenz herstellende Haftungsdokument für den Anleger. Seine Qualität und Zugänglichkeit ist daher für Anleger von wesentlicher Bedeutung. Bei der Evaluierung hat sich gezeigt, dass unter Anlegerschutzgesichtspunkten Verbesserungspotential beim VIB besteht und gesetzliche Änderungen erwogen werden sollten. Der von den Verbänden der Crowdinvesting-Branche unterbreitete Vorschlag, die Informationsstandards durch eine Selbstverpflichtung zu verbessern, wird hierfür als überaus positives Signal sehr begrüßt. Aus Sicht der Bundesregierung ist eine etwaige Selbstregulierungsverpflichtung der Branche jedoch nicht geeignet, notwendige gesetzgeberische Maßnahmen zu ersetzen.

a) Qualität der VIBs verbessern und Kostentransparenz erhöhen

Um die Internet-Dienstleistungsplattform und die konkret angebotene Vermögensanlage eindeutig identifizieren zu können, sollte der Inhalt des VIB an einigen Stellen erweitert werden. Zudem wäre die Vorgabe einer festen Reihenfolge der Angaben im VIB sinnvoll, um eine Vergleichbarkeit der verschiedenen Produkte auf dem Markt zu gewährleisten und damit für die Anleger mehr Transparenz herzustellen. Eine solche vorgegebene Reihenfolge würde auch der BaFin die Prüfung des VIB erleichtern. Zudem könnten die Erkenntnisse der Studie zum Warnhinweis berücksichtigt und dessen Platzierung noch stärker vorgegeben werden.

Aus Sicht der Anleger wäre des Weiteren eine erhöhte Kostentransparenz zu begrüßen, die auch die Provisionen, die an die Internet-Dienstleistungsplattform fließen, erfasst. Nach den bestehenden Regelungen sind Internet-Dienstleistungsplattformen nicht verpflichtet, ihre eigenen Provisionen offen zu legen.

Folgende Änderungen des § 13 VermAnlG erscheinen daher sinnvoll und zur Steigerung der Transparenz sowie Prüfungseffizienz der VIB zielführend [**Änderungen in Fettdruck**]:

Die Absätze 2 und 3 werden wie folgt gefasst:

„(2) Das Vermögensanlagen-Informationsblatt darf nicht mehr als drei DIN-A4-Seiten umfassen. Es muss mindestens die wesentlichen Informationen über die Vermögensanlagen in übersichtlicher und leicht verständlicher Weise in der nachfolgenden Reihenfolge so enthalten, dass das Publikum

1. die Art und die genaue Bezeichnung der Vermögensanlage,
2. Angaben über die Identität des Anbieters, des Emittenten einschließlich seiner Geschäftstätigkeit und in dem Fall, dass die Prospektausnahme nach § 2a in Anspruch genommen wird, die Angabe über die Identität der Internet-Dienstleistungsplattform,
3. die Anlagestrategie, Anlagepolitik und Anlageobjekte,
4. die Laufzeit, die Kündigungsfrist und den Zinssatz oder den Barausgleich, den die Vermögensanlage gewährt oder in Aussicht stellt,
5. die mit der Vermögensanlage verbundenen Risiken,
6. das Emissionsvolumen, die Art und Anzahl der Anteile,
7. den auf Grundlage des letzten aufgestellten Jahresabschlusses berechneten Verschuldungsgrad des Emittenten,
8. die Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen und
9. die mit der Vermögensanlage verbundenen Kosten und Provisionen, einschließlich sämtlicher Entgelte und sonstigen Leistungen, die von dem Emittenten an die Internet-Dienstleistungsplattform für die Vermittlung der Vermögensanlage geleistet werden,
10. die Anlegergruppe, auf die die Vermögensanlage abzielt [ab 03.01.2017]
einschätzen und mit den Merkmalen anderer Finanzinstrumente bestmöglich vergleichen kann.

(3) Das Vermögensanlagen-Informationsblatt muss zudem enthalten:

1. folgenden drucktechnisch hervorgehobenen Warnhinweis auf der ersten Seite unterhalb der ersten Überschrift: „Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.“, [bisher Absatz 6]
2. einen Hinweis darauf, dass die inhaltliche Richtigkeit des Vermögensanlagen-Informationsblatts nicht der Prüfung durch die Bundesanstalt unterliegt,
3. einen Hinweis auf den Verkaufsprospekt und darauf, wo und wie dieser erhältlich ist und dass er kostenlos angefordert werden kann,
4. einen Hinweis auf den letzten offengelegten Jahresabschluss und darauf, wo und wie dieser erhältlich ist,
5. einen Hinweis darauf, dass der Anleger eine etwaige Anlageentscheidung bezüglich der betroffenen Vermögensanlagen auf die Prüfung des gesamten Verkaufsprospekts stützen sollte, und
6. einen Hinweis darauf, dass Ansprüche auf der Grundlage einer in dem Vermögensanlagen-Informationsblatt enthaltenen Angabe nur dann bestehen können,

wenn die Angabe irreführend, unrichtig oder nicht mit den einschlägigen Teilen des Verkaufsprospekts vereinbar ist und wenn die Vermögensanlage während der Dauer des öffentlichen Angebots, spätestens jedoch innerhalb von zwei Jahren nach dem ersten öffentlichen Angebot der Vermögensanlagen im Inland, erworben wird.“

Eine weitere Maßnahme, die aus Sicht der Bundesregierung zu einer Verbesserung führt, ist die Einführung einer formalen Überprüfung des VIB durch die BaFin. Hierdurch würde die Qualität der VIB im Hinblick auf die Mindestangaben gesteigert, die Vergleichbarkeit und damit die Transparenz für die Anleger gefördert und eine gewisse Disziplinierung der Marktteilnehmer erreicht. Geprüft werden sollte von Seiten der BaFin die Vollständigkeit des VIB und die hier neu vorgeschlagene Reihenfolge der Pflichtangaben. Dazu müsste im Wesentlichen § 13 Abs. 1 VermAnlG wie folgt geändert werden [**Änderungen in Fettdruck**]:

Absatz 1 wird wie folgt gefasst:

(1) Ein Anbieter, der im Inland Vermögensanlagen öffentlich anbietet, muss vor dem Beginn des öffentlichen Angebots ~~neben dem Verkaufsprospekt~~ ein Vermögensanlagen-
Informationsblatt erstellen und bei der Bundesanstalt hinterlegen. Das Vermögensanlagen-
Informationsblatt darf erst veröffentlicht werden, wenn die Bundesanstalt die
Veröffentlichung gestattet. Im Fall, dass die Prospektausnahme nach §§ 2a oder 2b in
Anspruch genommen wird, hat die Bundesanstalt dem Anbieter ihre Entscheidung
hinsichtlich der Gestattung innerhalb von 10 Werktagen nach Eingang des
Vermögensanlagen-Informationsblatts mitzuteilen. Gelangt die Bundesanstalt zu der
Auffassung, dass die ihr übermittelten Unterlagen unvollständig sind, beginnt die Frist des
Satzes 3 erst ab dem Zeitpunkt zu laufen, zu dem die fehlenden Unterlagen eingehen. Die
Bundesanstalt soll dem Anbieter innerhalb von fünf Werktagen nach Eingang des
Vermögensanlagen-Informationsblatts mitteilen, wenn sie weitere Unterlagen nach Satz 4
für erforderlich hält. Im Fall der Hinterlegung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts
neben dem Verkaufsprospekt gelten die Fristen des § 8 Abs. 2, 3.

b) Zugänglichkeit der VIB verbessern

Aus Anlegerschutzgesichtspunkten und zur Disziplinierung des Marktes sollte außerdem die Transparenz der VIB verbessert werden. Bislang übernehmen überwiegend die Plattformen für die Emittenten die Erstellung und Hinterlegung des VIB bei der BaFin und stellen das VIB über ihre eigene Website bzgl. des jeweiligen Angebots zur Verfügung. Nach den Erfahrungen der BaFin starteten Plattformen vermehrt das öffentliche Angebot bereits am Tag der Einreichung des VIB bei der BaFin oder sogar bereits davor, ohne die Eingangsbestätigung nach Sichtung des VIB durch die BaFin abzuwarten.

Zudem sollten VIB ohne Zugriffsbeschränkung für jedermann verfügbar sein und nicht, wie regelmäßig der Fall, über die Plattformen nur für dort registrierte Nutzer. Der beschränkte Zugriff auf die VIB über einen Login-Bereich verhindert, dass sich interessierte Anleger auf einfache Weise umfassend über die angebotenen Anlagen informieren und das VIB mit anderen VIB vergleichen können. Außerdem wird den Plattformen dadurch erleichtert, werbend auf die Anlegerentscheidung einzuwirken. Häufig fühlen sich Anleger bereits durch eine Registrierung mit ihren Namens- und Adressdaten gebunden oder befürchten, hierdurch eine Vorentscheidung für eine Investition zu treffen. Zudem ist eine effektive Kontrolle und Beaufsichtigung der VIB durch die BaFin mangels Zugang zu dem öffentlich nicht zugänglichen Login-Bereich nicht immer möglich.

Entsprechende Verbesserungen für die Zugänglichkeit der VIB könnten durch einen neuen § 13a VermAnlG wie folgt festgelegt werden:

Nach § 13 wird folgender § 13a eingefügt:

„§ 13a Frist und Form der Veröffentlichung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts

(1) Das hinterlegte Vermögensanlagen-Informationsblatt muss mindestens einen Werktag vor dem öffentlichen Angebot nach Maßgabe des Absatzes 2 und 3 veröffentlicht werden.

(2) Das hinterlegte Vermögensanlagen-Informationenblatt ist in der Form zu veröffentlichen, dass es auf der Internetseite des Anbieters veröffentlicht wird oder zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten wird.

(3) In dem Fall, dass die Erstellung eines Verkaufsprospektes nach §§ 2a oder 2b entbehrlich ist, muss das Vermögensanlagen-Informationenblatt auf der Internetseite der Internet-Dienstleistungsplattform ohne Zugriffsbeschränkungen für jedermann zugänglich sein.“

9. Vermögensanlagen unterliegen keinem EU-Pass

Die von den Verbänden eingeforderte Möglichkeit, auf Basis eines sog. EU-Passes Vermögensanlagen europaweit anbieten zu können, kann durch nationales Recht oder einseitige nationale Maßnahmen nicht erreicht werden. Die Möglichkeit eines EU-Passes existiert nur für Bereiche, die durch das europäische Recht entsprechend harmonisiert sind und in denen das europäische Recht die Möglichkeit eines EU-Passes ausdrücklich vorsieht. Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG sind dagegen nicht europarechtlich harmonisiert und unterliegen damit allein den nationalen Vorschriften. Sollten Anbieter in anderen Mitgliedstaaten der EU Vermögensanlagen anbieten wollen, sind in dem jeweiligen Mitgliedstaat die dortigen Bestimmungen für das öffentliche Angebot entsprechender Vermögensanlagen zu befolgen.

Eine grenzüberschreitende Vermittlung von Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG ist auch dann nicht möglich, wenn die entsprechende Plattform nicht die rein nationale Zulassung als Finanzanlagenvermittler nach § 34f GewO beantragen würde, sondern eine Zulassung als Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die grundsätzlich zu einer grenzüberschreitenden Anlagevermittlung berechtigen und deshalb einen EU-Pass beinhalten würde. Als Wertpapierdienstleistungsunternehmen beschränkt sich die grenzüberschreitend zulässige Anlagevermittlung auf Finanzinstrumente gemäß Anhang I, Abschnitt B der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID I). Vermögensanlagen im Sinne des VermAnlG gehören jedoch nicht zu den Finanzinstrumenten, die grenzüberschreitend vermittelt werden dürfen, selbst wenn im deutschen Recht die Anlagevermittlung und -beratung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens auch die Vermittlung von Vermögensanlagen nach dem VermAnlG mit einschließt.

Auf Basis eines sog. EU-Passes können Wertpapiere grenzüberschreitend in der EU nur dann angeboten und von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur dann vertreiben werden, wenn für diese Wertpapiere ein Prospekt nach dem harmonisierten europäischen Wertpapierprospektrecht erstellt und von der Aufsichtsbehörde eines Mitgliedstaates gebilligt wurde. Für Wertpapiere ohne Prospekt gilt der EU-Pass nicht.

10. Änderungen im Aktienrecht derzeit nicht angezeigt

Ein Teil der Verbände der Crowdfunding-Branche fordert Änderungen im Aktienrecht, um die Rechtsform der Aktiengesellschaft für junge Wachstumsunternehmen attraktiver zu machen. Insbesondere sollten für eine „AG Light“ Erleichterungen bei den formalen Anforderungen des Aktienrechts vorgesehen werden, um die mit dieser Rechtsform verbundenen Kosten zu reduzieren.

Das Aktienrecht wurde in der Vergangenheit bereits mehrfach geändert, um die regulatorischen Anforderungen bei kleineren Aktiengesellschaften zu reduzieren. Dabei wurden beispielsweise Erleichterungen bei den Vorschriften über die Vorbereitung und den Ablauf der Hauptversammlung eingeführt. Bei nichtbörsennotierten Gesellschaften ist es danach häufig ausreichend, wenn das Protokoll der Hauptversammlung vom Vorsitzenden des Aufsichtsrats unterzeichnet wird; die Mitwirkung eines Notars ist entbehrlich (§ 130 Abs. 1 S. 2 AktG). Auch ist bei der Aktiengesellschaft die Übertragung von Aktien nicht formgebunden. Das von vielen Startups kritisierte Beurkundungserfordernis bei der Übertragung von GmbH-Geschäftsanteilen besteht gerade nicht.

Viele in der Rechtsform der GmbH oder UG (haftungsbeschränkt) bestehende Startup-Unternehmen verfügen zudem über eine Corporate Governance Struktur, die mit den gesetzlichen Anforderungen des Aktienrechts vergleichbar ist. Der für die Aktiengesellschaft vorgeschriebene Aufsichtsrat wird beispielsweise in ähnlicher Weise auch bei den Startup-Unternehmen eingerichtet, um Investoren entsprechende Einflussnahmemöglichkeiten zu gewähren. Die Aktiengesellschaft ist danach auch

unter den bestehenden gesetzlichen Rahmenbedingungen für junge Wachstumsunternehmen eine attraktive Rechtsform.