

Enge Fesseln für Crowdfunding – Welche Möglichkeiten bestehen für Wagniskapital in Deutschland?

Von Dr. Peter Bujotzek und Felix Mocker, P+P Pöllath + Partners, Frankfurt am Main



Dr. Peter Bujotzek

Dr. Peter Bujotzek, LL.M., ist Partner bei P+P Pöllath + Partners. Schwerpunkt seiner Tätigkeit ist die (investment-)steuerrechtliche und aufsichtsrechtliche Beratung und Strukturierung von Private-Equity-, Immobilien- und Infrastrukturfonds.



Felix Mocker

Felix Mocker ist externer Doktorand der Universität Leipzig und wissenschaftlicher Mitarbeiter bei P+P Pöllath + Partners.

P+P Pöllath + Partners konzentriert sich auf High-End Transaktions- und Vermögensberatung. Die Sozietät hat sich eine führende Marktposition bei der Strukturierung von Private Equity- und Real Estate-Fonds sowie in der steuerlichen Beratung erarbeitet und genießt einen hervorragenden Ruf im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie in der Vermögens- und Nachfolgeplanung für Familienunternehmen und vermögende Privatpersonen.

Weitere Informationen in der Anzeige am Ende der Rubrik „Nationaler Überblick“

Crowdfunding ist ein in Deutschland seit 2011 wachsendes Marktsegment. Das Kleinanlegerschutzgesetz vom 10.07.15 (KASG) hat die Rahmenbedingungen für Wagniskapitalinvestitionen in diese junge Anlageklasse grundlegend geändert.

Befreiung von Prospektspflicht durch KASG

Vor Inkrafttreten des KASG existierten in Deutschland keine spezifischen Gesetzesvorschriften, die sich mit dem Crowdfunding befassen. Seit nunmehr einem Jahr unterliegt die Branche in Teilbereichen einer Regulierung. In deren Zentrum steht die Befreiung des öffentlichen Angebots von Vermögensanlagen im Rahmen von über Internet-Plattformen vermittelten sog. Schwarmfinanzierungen (Crowdfunding) von der aufsichtsrechtlichen Pflicht zur Erstellung eines Verkaufsprospekts nach dem Vermögensanlagengesetz (VermAnlG).

Unter den Begriff der Vermögensanlage fallen dabei nunmehr auch partiarische und nachrangige Darlehen. Beide Formen werden häufig beim Crowdfunding genutzt. Grundsätzlich ist der Anbieter einer Vermögensanlage – auch beim Crowdfunding – verpflichtet, einen Verkaufsprospekt zu erstellen. Der neu geschaffene §2a VermAnlG suspendiert diese Pflicht unter engen Voraussetzungen für den Vertrieb von Vermögensanlagen mittels Crowdfunding.

Voraussetzungen und Grenzen der Befreiung von Prospektspflicht

Es erscheint fraglich, ob die begrüßenswerte Ausnahme von der Prospektspflicht für Crowdfunding zu eng ist und die Entwicklung des noch jungen Phänomens zu stark begrenzt.

Zum einen steht die Sonderregelung des §2a VermAnlG nur solchen Crowdfundings offen, bei denen ein partiarisches oder nachrangiges Darlehen oder eine sonstige Vermögensanlage, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten Barausgleich gerichteten An-

spruch vermittelt, angeboten wird. Dies schließt u.a. stille Beteiligungen und Genussrechte aus und bewirkt im Ergebnis die frühzeitige Marktverengung auf ein bestimmtes Beteiligungsmodell. Andere Vermögensanlagen als partiarische oder nachrangige Darlehen können nur unter den engeren Voraussetzungen der bisherigen Prospektausnahmenvorschrift in §2 VermAnlG öffentlich angeboten werden, also nur bis zu einem Gesamtvolumen von 100 Tsd. Euro pro Anlage, bis zu einer Höchstzahl von 20 Anteilen oder bei einem Mindestvolumen von 200 Tsd. Euro pro Anteil.

Zum anderen setzt §2a VermAnlG auch den befreiten Vermögensanlagen enge Grenzen. Ein Crowdfunding kann nur dann prospektfrei angeboten werden, wenn der Verkaufspreis sämtlicher vom Anbieter angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten 2,5 Mio. Euro nicht übersteigt (zulässiges Gesamtemissionsvolumen). Jeder einzelne Anleger kann grds. nur Vermögensanlagen im Wert von bis zu 1.000 Euro vom selben Emittenten erwerben, es sei denn, er kann ein wesentlich höheres frei verfügbares Vermögen oder Nettoeinkommen nachweisen. In jedem Fall beträgt die Höchstgrenze für Anleger, die keine Kapitalgesellschaften sind, aber 10.000 Euro. Diese investorenbezogene Zeichnungsgrenze wird z.T. als zu paternalistisch kritisiert. Schließlich muss die angebotene Vermögensanlage zwingend über eine Crowdfunding-Internetplattform vertrieben werden, die dazu verpflichtet sein muss, die Einhaltung der vorgenannten Anleger-Zeichnungsgrenze zu überprüfen.

Ob die vorgenannten Einschränkungen die Entwicklung des Crowdfunding-Marktes übermäßig einschränken, lässt sich derzeit noch nicht abschließend beurteilen. Der Gesetzgeber hat allerdings bereits bei Erlass des KASG angekündigt, dessen Auswirkungen Ende 2016 zu evaluieren.

Neue Regeln für das Crowdfunding aus Brüssel sind zum jetzigen Zeitpunkt nicht zu erwarten. Einem Bericht der EU-Kommission vom 03.05.16 über den europäischen Crowdfunding-Sektor zufolge be-

stehe aufgrund der weitgehend lokalen Wirkungsebene der Crowdfunding-Plattformen im Moment kein Bedarf für einen entsprechenden Rechtsrahmen auf EU-Ebene.

Das KASG im internationalen Vergleich

Etliche Staaten haben ebenfalls spezielle Gesetze zur Regulierung von Crowdfunding erlassen. Im europäischen Vergleich wird Crowdfunding in einigen Ländern liberaler geregelt als in Deutschland. So beträgt das zulässige Gesamtemissionsvolumen in Großbritannien, Österreich und Italien 5 Mio. Euro. Die investorenbezogene Zeichnungsgrenze ist in Großbritannien – dem derzeit größten europäischen Markt für Crowdfunding – ebenfalls weiter gefasst. Der Anleger muss dort mittels Selbstauskunft versichern, nicht mehr als 10% seines verfügbaren Vermögens innerhalb eines Jahres einzusetzen, was auch Investitionen von mehr als 10.000 Euro zulässt. Keine individuellen Zeichnungsgrenzen sehen z.B. Österreich, Italien und Frankreich vor.

Dennoch bleibt Crowdfunding in Deutschland in größerem Umfang prospektfrei möglich als in manchen anderen europäischen Ländern. So beträgt das maximale Gesamtemissionsvolumen in Frankreich nur 1 Mio. Euro, in Belgien maximal 300 Tsd. Euro. Auch die investorenbezogenen Zeichnungsgrenzen sind in Belgien bei einem Gesamtemissionsvolumen von 300 Tsd. Euro mit 1.000 Euro pro Investment etwas enger als in Deutschland.

Investitionsmöglichkeiten beim Crowdfunding

In Deutschland bestehen verschiedene Möglichkeiten für private (Klein-)Anleger, in Start-Ups zu investieren. Eine zentrale, wengleich nicht die einzige Möglichkeit ist das Crowdfunding.

Über eine Crowdfunding-Plattform können im Rahmen der vorgenannten investorenbezogenen Zeichnungsgrenze und des maximal zulässigen Gesamtemissionsvolumens Investitionen getätigt werden, ohne dass der Emittent der Vermögensanlagen zur Erstellung eines Prospekts verpflichtet ist.

Höhere Anlagesummen als 10 Tsd. Euro pro Investor lassen sich erzielen, wenn der Investor eine Kapitalgesellschaft als Investitionsvehikel einsetzt, denn auf diese findet die investorenbezogene Zeichnungsgrenze keine Anwendung. Hierfür eignet

sich eine Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt) aufgrund des variablen Stammkapitals besonders. Nachteilig für den Investor sind allerdings die damit verbundenen Zusatzkosten sowie der gesteigerte Verwaltungsaufwand.

Eine praktische Möglichkeit zur prospektpflichtfreien Emissionen mit Gesamtvolumen von über 2,5 Mio. Euro kann darin bestehen, dass es dem Emittenten gelingt, – neben der öffentlichen, auf Euro 2,5 Mio. beschränkten Emission von Vermögensanlagen mittels Crowdfunding – einen Business Angel als Lead Investor für sein Projekt zu gewinnen, ohne dass dieser in das öffentliche Angebot der Vermögensanlage einbezogen ist. Denn an der Prospektfreiheit nichtöffentlicher Angebote von Vermögensanlagen hat sich nach Inkrafttreten des KASG nichts geändert. Um möglichst eindeutig belegen zu können, dass das Investment des Business Angel tatsächlich außerhalb eines öffentlichen Angebots erfolgte, empfiehlt es sich, bereits vor dem öffentlichen Angebot der Vermögensanlage an die Crowd-Investoren nach einem Business Angel zu suchen. Das Co-Investment zwischen der Crowd und dem Business Angel sollte auch für Crowd-Investoren attraktiv sein, da sie letztlich von der Erfahrung des Business Angels profitieren.

Schließlich kann ein Emittent mittels Crowdfunding mehr als 2,5 Mio. Euro einnehmen, wenn er einen Verkaufsprospekt erstellt. Diese Möglichkeit ist aufgrund der damit verbundenen Kosten zwar weniger geeignet für Start-Up-Unternehmen, kann sich aber beispielsweise für Immobilienprojekte oder Wachstumsfinanzierungsrunden anbieten.

Für Privatinvestoren gibt es daneben natürlich auch abseits des Crowdfunding Alternativen, um in Wagniskapitalanlagen zu investieren. Genannt sei hier exemplarisch die mittelbare Anlage in Private Equity Fonds über einen börsennotierten Publikums-Dachfonds.

Ausblick

Mit dem KASG hat der Gesetzgeber einen ersten Schritt zur Regulierung der Crowdfunding-Branche getan. Die für Ende 2016 angekündigte Evaluation des Gesetzes bietet die Chance, bestehende Kritikpunkte auszuräumen. Es sollte vor allem erwogen werden, die Prospektausnahme des §2a VermAnlG u.a. auf stille Beteiligungen und Genussrechte auszuweiten. Ein weiterer

Punkt ist die derzeit bestehende dezentrale Aufsicht über die Crowdfunding-Plattformen durch die jeweilige Länder-Gewerbenaufsicht. Aufgrund ihrer enormen Bedeutung als „Gatekeeper“ sollte eine zentrale Aufsicht der Crowdfunding-Plattformen in Betracht gezogen werden. Eine europaweit einheitliche Regulierung ist nach Aussage der EU-Kommission in naher Zukunft hingegen nicht zu erwarten. ■

KERNAUSSAGEN

- Das Kleinanlegerschutzgesetz schränkt die Vielseitigkeit angebotener Crowdfunding-Strukturen ein.
- Es enthält paternalistische Zeichnungsgrenzen für Kleinanleger, die den Gesamtbetrag der Anlagesumme hinsichtlich der Vermögensanlagen desselben Emittenten stark einschränken.
- Dennoch bieten sich attraktive Anlagemöglichkeiten für Crowdinvestoren.
- Der Gesetzgeber hat im Rahmen der anstehenden Gesetzesevaluation die Möglichkeit, das regulatorische Umfeld von Crowdfunding zu überarbeiten.
- Dabei sollten auch die Crowdfunding-Plattformen stärker einbezogen werden. Eine zentrale Aufsicht ist wünschenswert.
- Eine europarechtliche Regulierung von Crowdfunding ist derzeit nicht zu erwarten.