

# Aufsichtsrechtliche Fragen bei Crowd-Finanzierungen



*Bei Crowd-Finanzierungen bestehen zahlreiche aufsichtsrechtliche Fallstricke, sowohl für das Kapital suchende Unternehmen als auch für die Plattform, die insbesondere im Zusammenhang mit dem Angebot von Finanzinstrumenten auftreten.*



Von Rechtsanwältin Dr. Barbara Dörner,  
mzs Rechtsanwälte

Crowdfunding ist weltweit ein Boom. Es gibt bereits heute eine Vielzahl von Internet-Plattformen (beispielsweise seedmatch, Gründerplus, Innvestment, Deutsche-Mikroinvest) und wir stehen in Deutschland gerade erst am Anfang. In den Einzelheiten unterscheiden sich die Plattformen erheblich. Das Spektrum reicht von der reinen Vermittlungsplattform, die praktisch nur die Internetseite zur Verfügung stellt, bis zur Plattform, die ein Controlling des Investments anbietet. Immer wieder stößt man auf die ominöse 100.000 Euro Grenze. Diese Grenze ist unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten völlig sinnlos und deswegen schlechtesten Falles auch für alle Beteiligten schädlich. Sie hat mit einer oft mangelhaften Beantwortung der aufsichtsrechtlichen Fragen durch die Plattformbetreiber zu tun. In diesem Artikel soll deswegen Licht in das Dunkel der aufsichtsrechtlichen Fragen gebracht werden.

## *Crowd-Finanzierungen aus Sicht des Kapital suchenden Unternehmens*

Schaut man sich in den verschiedenen Plattformen um, stellt man fest, dass dort praktisch ausschließlich

stille Beteiligungen oder Genussrechte als Beteiligungsformen angeboten werden, manchmal auch Aktien. Aus der Art des Angebots ergeben sich für Plattformen und die Initiatoren aufsichtsrechtliche Fragestellungen.

Wer als Initiator beispielsweise eine stille Beteiligung öffentlich anbietet, fällt unter das Vermögensanlagen-gesetz (VermAnlG). Er muss also einen Verkaufsprospekt erstellen, der von der BaFin genehmigt sein muss. Jedermann weiß, dass sich die Anforderungen an einen Prospekt extrem erhöht haben, weil die BaFin auch eine Plausibilitätsprüfung des Geschäftsmodells vornehmen muss (Kohärenzprüfung). Deswegen kostet ein Prospekt insgesamt oft etwa 40.000 Euro. Weil solche Kosten von kleinen Unternehmen nicht zu schultern sind, wird die Ausnahmeregelung des § 2 Abs. 3 lit. b) VermAnlG in Anspruch genommen, wonach ein Prospekt nicht erforderlich ist, wenn der Verkaufspreis der Anteile insgesamt innerhalb von zwölf Monaten 100.000 Euro nicht übersteigt. Das gleiche Dilemma tut sich auf, wenn Aktien oder Genussscheine angeboten werden. Auch hier gibt es die „fatale“ 100.000 Euro Grenze (§ 3 Abs. 2 Nr. 5 WpPG) bis zu der die Finanzinstrumente prospektfrei angeboten werden können.

Die Grenze von 100.000 Euro hat also keinen ökonomischen Sinn für Investoren oder das Kapital suchende Unternehmen und birgt die Gefahr, dass ein Unternehmen, dessen Kapitalbedarf 100.000 Euro möglicherweise weit übersteigt, sich dennoch – mangels sonstiger Finanzierungsmöglichkeiten – auf eine Finanzierung in dieser Höhe einlässt. Dies hat zur Folge, dass das Risiko des Scheiterns des geplanten Projektes stark steigt. Eine

nicht wirtschaftlich, sondern rechtlich vorgegebene Begrenzung auf 100.000 Euro führt zu Fehlanreizen. Für die Kapital suchenden Unternehmen und die Investoren sind daher Genussrechte, stille Beteiligungen oder Aktien – unter Ausnutzung der 100.000 Euro Grenze – lediglich in den Fällen geeignet, in denen laut Geschäftsplan wirklich nur ein Betrag von weniger als 100.000 Euro benötigt wird.

Soll diese Grenze überschritten werden, ohne eine Prospektpflicht zu begründen, kann die Gesellschaft Nachrangdarlehen oder nachrangige partiarische Darlehen anbieten. Mit dieser Finanzierungsform werden aus wirtschaftlicher Sicht praktisch die gleichen Ergebnisse erzielt wie bei einem Genussrecht, einer stillen Beteiligung oder einer Vorzugsaktie. Hinzu kommt, dass das partiarische Darlehen viel flexibler auf die jeweiligen Bedürfnisse des Kapital suchenden Unternehmens zugeschnitten werden kann. Wir denken, dass das Nachrangdarlehen wegen dieser Vorteile in Zukunft die Normalform der Unternehmensfinanzierung durch Crowd-Plattformen darstellen wird.

In aufsichtsrechtlicher Hinsicht kommt für die Unternehmen auch der Betrieb von Einlagengeschäften im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG in Frage. Deswegen werden auf den bekannten Plattformen keine „normalen“ Darlehen angeboten. Das Einlagengeschäft kann vermieden werden, wenn Nachrangdarlehen oder partiarische Nachrangdarlehen eingesetzt werden.

### *Crowd-Finanzierungen aus Sicht des Plattform-Anbieters*

Maßgeblicher Anknüpfungspunkt des Aufsichtsrechts (mit Ausnahme des ZAG) ist auch hier die angebotene Kapitalanlage. Wesentlich ist dabei zum einen, ob die Kapitalanlagen Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Abs. 11 S. 1 KWG sind, was bei Genussrechten, stillen Beteiligungen und Aktien der Fall ist. Bei Darlehen handelt es sich dagegen nicht um Finanzinstrumente. Werden auf der Plattform Finanzinstrumente angeboten, muss geprüft werden, inwieweit die Plattformen Anlage- und Abschlussvermittlung, Platzierungsgeschäfte oder Emissionsgeschäfte betreiben. Emissionsgeschäfte (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG), die bei Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung oder der Übernahme gleichwertiger Garantien vorliegen, kommen für Crowdinvesting-Plattformen in der Praxis bislang nicht vor. Die Plattformen übernehmen Aktien oder Genussrechte nicht auf eigenes Risiko. Anders sieht es bei der Anlage- und Abschlussvermittlung aus. In der Regel betreibt eine Plattform Anlage- oder Abschlussvermittlung (§ 1 Abs. 1a S. 2 KWG), da sie als Bote oder Stellvertreter Willenserklärungen bezüglich der Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten überbringt. Ein Unterfall der Abschlussvermittlung ist das Platzierungsgeschäft (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1c KWG). Es liegt vor, wenn Finanzinstrumente ohne feste Übernahme-

verpflichtung platziert werden. Auch hier ist genau anhand der Verträge zwischen der Plattform und dem Kapital suchenden Unternehmen zu untersuchen, ob der Tatbestand vorliegt.

Schließlich muss aus Sicht der Plattform geprüft werden, ob ein sogenanntes multilaterales Handelssystem gem. § 1 Absatz 1a S. 2 Nr. 1b KWG vorliegt. Der Gesetzeszweck spricht davon, dass eine börsenähnliche Struktur vorliegen muss. Die bisherigen Plattformen sind nach unserer Meinung noch nicht börsenähnlich strukturiert. Das kann sich aber mit einem weiteren Ausbau der Plattformen ändern, etwa, wenn Sekundärmärkte angesprochen werden.

Plattformen, auf denen stille Beteiligungen, Genussrechte und Aktien gezeichnet werden können, bedürfen aufgrund der regelmäßig vorliegenden Anlage- bzw. Abschlussvermittlung grundsätzlich einer Erlaubnis nach § 32 KWG. Für stille Beteiligungen und Genussrechte greift jedoch die Ausnahme nach § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 lit. e KWG, wenn die Vermittlung ausschließlich darauf beschränkt ist, zwischen Kunden und Emittenten Vermögensanlagen zu vermitteln und die Plattform nicht befugt ist, sich Eigentum oder Besitz an Geldern oder Anteilen von den Kunden zu verschaffen. Im Rahmen dieser Bereichsausnahme von der Erlaubnispflicht benötigt die Plattform zukünftig dann aber eine Erlaubnis nach § 34f Gewerbeordnung (GewO). In der Praxis bedeutet das, dass die Plattform ganz erheblichen Aufwand hat, um die aufsichtsrechtlichen Anforderungen zu erfüllen.

Anders als bei Genussrechten, Aktien und stillen Beteiligungen reicht für die Vermittlung von Nachrangdarlehen weiter eine verhältnismäßig leicht zu erhaltende Erlaubnis nach § 34c GewO. Also auch aus Sicht der Plattform ist das Nachrangdarlehen eine kostengünstige Möglichkeit. Ist die Plattform in den Geldfluss zwischen Investor und Unternehmer eingebunden, greift das Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG). Nimmt die Plattform Anlegergelder an, führt sie ein Finanztransfergeschäft aus, mit der Folge dass sie, unabhängig vom angebotenen Anlageprodukt, eine Erlaubnis nach § 8 Abs. 1 ZAG benötigt.

Bei Crowd-Finanzierungen bestehen zahlreiche aufsichtsrechtliche Fallstricke, sowohl für das Kapital suchende Unternehmen wie auch für die Plattform, die insbesondere im Zusammenhang mit dem Angebot von Finanzinstrumenten auftreten. Die Lösung der Praxis, eine starre Grenze von 100.000 Euro vorzusehen, ist betriebswirtschaftlich kaum vertretbar. Sollen größere Summen eingeworben werden, ist ein Nachrangdarlehen oder ein nachrangiges partiarisches Darlehen sehr viel sinnvoller. Das Kapital suchende Unternehmen kann in praktisch unbegrenzter Höhe prospektfrei Gelder einwerben und die Plattform benötigt hierzu lediglich eine Erlaubnis nach § 34 c GewO. ■