

## Crowdfunding in Deutschland – Frühphasenfinanzierung mit Zukunft?

# Beteiligungsmodelle und ihre Eigenheiten

Crowdfunding ist in aller Munde. Anbieter wie Seedmatch, Companisto oder Innovestment machen in Deutschland öffentlichkeitswirksam auf sich aufmerksam und bieten der Crowd die noch immer junge Möglichkeit, sich über eine Internet-basierte Plattform auch mit kleineren Beträgen unternehmerisch an Start-ups zu beteiligen. Die Betreiber dieser Plattformen fungieren als Vermittler von Finanzierungen (z.B. Seedmatch oder Companisto) oder als Kapitalsammelstellen (z.B. Innovestment). Die Anbieter konzentrieren sich auf die Frühphase der Unternehmensentwicklung. So soll Crowdfunding dazu beitragen, die nach wie vor im deutschen Venture Capital-Markt bestehende Lücke in der Early Stage-Finanzierung schließen zu helfen. Sowohl der tatsächliche Umfang der über Crowdfunding bisher realisierten Finanzierungsrunden als auch die noch immer bestehenden rechtlichen Graubereiche sowie einige strukturelle Schwächen der Modelle lassen Marktbeobachter an der Zukunftsfähigkeit dieser Finanzierungsalternative zweifeln. Die anstehende Regulierung durch das sogenannte Kleinanlegerschutzgesetz bietet Anlass, eine Bestandsaufnahme zum Crowdfunding in Deutschland vorzunehmen.

Die Süddeutsche Zeitung berichtete am 14.02.2015 unter Berufung auf eine Studie von Prof. Lars Klöhn von der LMU München, dass von 2011 bis zum 2. Quartal 2014 gerade einmal insgesamt 35 Mio. EUR im Crowdfunding-Markt in Deutschland investiert wurden, mithin weniger als 10 Mio. EUR pro Jahr. Optimistischere Beobachter gehen von 15 bis 20 Mio. EUR Crowdfunding-Investitionen pro Jahr aus. Die Crowdfunding-Plattform Seedmatch gibt auf ihrer Website an, bislang einen Gesamtbetrag von etwa 22,3 Mio. EUR zur Finanzierung von 76 Projekten vermittelt zu haben; das ergibt einen Investmentbetrag pro Projekt von unter 300.000 EUR. Solche Zahlen sind für den Venture Capital-Markt in Deutschland erfreulich, aber nicht beruhigend. Crowdfunding stellt damit bislang keinen wesentlichen Baustein der Frühphasenfinanzierung in Deutschland dar.

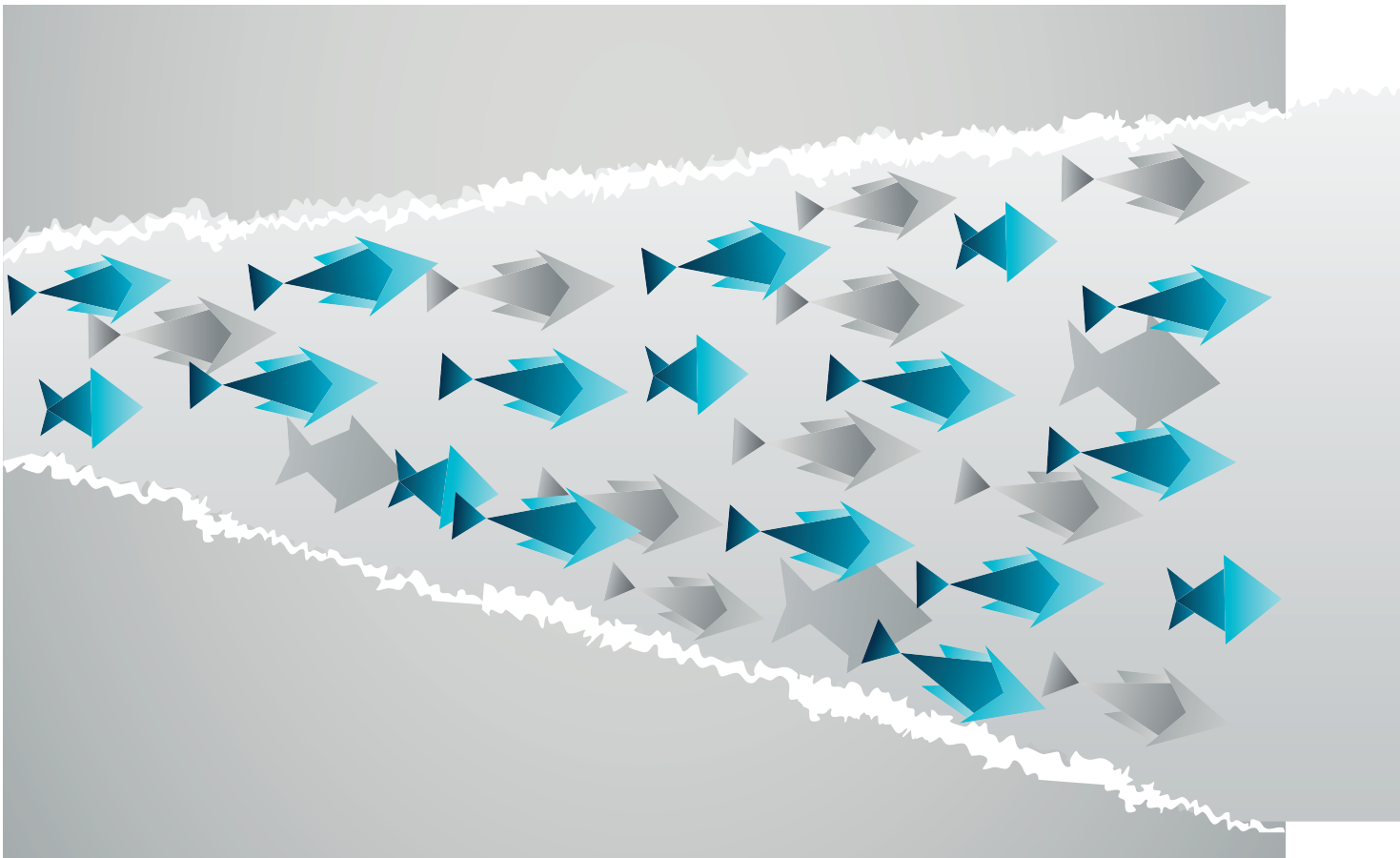
### Erhebliche juristische Graubereiche

Die aktuell am weitesten verbreiteten Crowdfunding-Modelle sehen entweder die Vermittlung von partiarischen Nachrangdarlehen (z.B. Seedmatch, Companisto), von stillen Beteiligungen oder nachrangigen Genussrechten an einer vom Plattform-Betreiber errichteten Tochtergesellschaft vor, die sich dann ihrerseits an dem jeweiligen Start-up beteiligt (z.B. Innovestment). Aus juristischer Sicht stellen sich bei diesen Modellen insbesondere aufsichtsrechtliche Fragen. Dies liegt daran, dass die von den Plattform-Betreibern angebotenen Modelle im Detail so ausgestaltet sind, dass weder nach dem Kreditwesengesetz (KWG) erlaubnispflichtige Bankgeschäfte noch nach dem Zahlungsdienstaufsichtsgesetz (ZAG) regulierte Zahlungsdienste erbracht

werden, noch ein vom Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) erfasstes Investmentvermögen geschaffen oder eine von der Prospektspflicht nach dem Vermögensanlagegesetz (VermAnlG) umfasste Unternehmensbeteiligung angeboten werden soll. Die Crowdfunding-Plattformen versuchen damit, eine der letzten nicht aufsichtsrechtlich regulierten Nischen des Finanzierungsmarktes zu besetzen.

### Tatsächlich nicht regulierte Produkte?

Allerdings wird in der Fachliteratur kontrovers diskutiert, ob es sich bei den von Crowdfunding-Plattformen angebotenen, partiarischen Nachrangdarlehen tatsächlich, wie derzeit von den Betreibern angenommen und von der BaFin bislang in laufender Verwaltungspraxis gestützt, um nicht regulierte Produkte handelt. So spricht einiges dafür, bei den üblichen partiarischen Nachrangdarlehen statt eines auf ein reines Austauschverhältnis gerichteten Rechtsverhältnisses eine auf die Verfolgung eines gemeinsamen Zwecks gerichtete Unternehmensbeteiligung anzunehmen, deren öffentliches Angebot grundsätzlich die Prospektpflichten des VermAnlG nach sich zieht. Denn diese partiarischen Nachrangdarlehen sehen vor, dass der Darlehensgeber im Wesentlichen in Abhängigkeit von der künftigen Wertentwicklung des Start-ups und damit dessen unternehmerischem Erfolg vergütet wird. Die Darlehensverträge sind darüber hinaus auch was Nachrangigkeit, Laufzeit und Informationsrechte der Darlehensgeber angeht stark atypisch stillen Beteiligungen oder Genussrechtsbeteiligungen angeglichen, für die allerdings unstreitig grundsätzlich die Prospektpflicht nach dem VermAnlG gilt. Nur solange die Bagatellgrenzen nach dem VermAnlG eingehalten werden,



die etwa bei Emissionen von weniger als 100.000 EUR innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten greifen, besteht unstreitig keine Prospektpflicht. Solche Investitionsbeträge sind aber sicherlich nicht geeignet, die oben angesprochene, strukturelle Finanzierungslücke in der Early Stage-Phase zu schließen.

### **Stoßrichtung des Kleinanlegerschutzgesetzes**

Nicht zuletzt unter dem Eindruck der Pleite des Windparkbetreibers Prokon, der sich maßgeblich prospektfrei über Genussrechte finanziert hat, ist der Gesetzgeber derzeit bemüht, den Anlegerschutz durch mehr Transparenz auch in den letzten bisher noch unregulierten Bereichen zu stärken. Dies soll, wie auch schon bei der Einführung des KAGB, vor allem durch Ausweitung der Anwendbarkeit der Prospekt-

pflcht erreicht werden. Der Regierungsentwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes vom 12.11.2014 sieht daher vor, dass künftig explizit auch partiarische Nachrangdarlehen und wirtschaftlich gleichwertige Vermögensanlagen grundsätzlich nur mit einem Verkaufsprospekt angeboten werden dürfen. Produktspezifische Ausnahmen gelten unter anderem dann, wenn das Angebot maximal 1 Mio. EUR umfasst und die Beteiligungshöhe je Anleger bei maximal 10.000 EUR gedeckelt ist. Vor allem diese Ausnahmetatbestände, die sich allerdings explizit nur auf die partiarischen Nachrangdarlehen beziehen, wurden in der Sitzung des Bundesrats am 06.02.2015 kritisch bewertet. Der Bundesrat empfiehlt unter anderem, diese Schwellen weiter anzuheben und zudem Erleichterungen für professionelle Anleger zuzulassen.



Foto: © Thinkstock/istock/ARTOU

## Anforderungen des Marktes

Unabhängig von der anstehenden Regulierung durch das Kleinanlegerschutzgesetz werden Crowdfunding-Plattformen Antworten auf Bedürfnisse des Marktes finden bzw. noch stärker kommunizieren müssen. Gründer stellen immer wieder die Frage, wie ihr Produkt davor geschützt wird, durch Wettbewerber über die Crowd „ausgespäht“ zu werden. Investoren werfen insbesondere die Frage auf, wie ein crowdfinanziertes Unternehmen handlungsfähig bleibt. Der Gefahr, Wissen an Wettbewerber zu verlieren, kann durch eine ausgewogene Ausgestaltung von Informationsrechten der Crowd-Investoren begegnet werden. Schwieriger ist die Frage zu beantworten, wie ein crowdfinanziertes Unternehmen finanzierungsfähig bleibt. Voraussetzung ist, dass die Crowd sinnvoll und effektiv gepoolt wird. Innovestment erreicht dies durch die Zwischenschaltung eines „Special Purpose Vehicle“, Companisto durch Abschluss einer speziellen Poolingvereinbarung. Diese sinnvollen Maßnahmen werfen indes die Frage auf, ob dadurch ein Erlaubnispflichten auslösendes Investmentvermögen im Sinne des KAGB vorliegt, bei dem für gemeinsame Anlage Kapital eingesammelt wird. Auf diese Frage ist nach unserer Wahrnehmung bisher noch keine verlässliche Antwort gefunden.

## Fazit

Crowdfunding steckt in Deutschland noch in den Kinderschuhen und wird bislang nur in recht überschaubarem Umfang mit begrenzter wirtschaftlicher Bedeutung realisiert. Die bevorstehende Regulierung durch das Kleinanlegerschutzgesetz dürfte bei einer relevanten Erhöhung der Bagatellgrenzen den Spielraum für Crowdfunding im Wege der Vermittlung partiarischer Nachrangdarlehen erheblich erweitern. Denn solange keine Prospektpflicht und auch aus sonstigen Gründen keine Erlaubnispflicht besteht, sollte Crowdfunding durchaus das Potenzial haben, mit einer konkurrenzfähigen Kostenstruktur Early Stage-Finanzierungen in nennenswertem Umfang zu realisieren. ■

---

### Dr. Bernhard Noreisch, LL.M. (Ii.)

ist Rechtsanwalt und Partner der Lutz Abel Rechtsanwalts GmbH in München.



### Dr. Lorenz Jellinghaus

ist Rechtsanwalt und Partner am Hamburger Standort. Beide sind spezialisiert auf Venture Capital und beraten Mandanten im Handels- und Gesellschaftsrecht.