

Novellierung des VermAnlG – der aktualisierte Regierungsentwurf zum Kleinanlegerschutzgesetz

Überblick über die wichtigsten Änderungen im Gesetzgebungsverfahren

Executive Summary

- > Erweiterte Sonderregeln für Genossenschaften
- > Hinweispflichten bei fehlender Prospektspflicht
- > Ausnahme für Crowdfunding restriktiver gefasst
- > Ausnahme für Vermögensanlagen von sozial oder gemeinnützig ausgerichteten Kleinstkapitalgesellschaften
- > Unzulässigkeit der Bezeichnung des Emittenten oder der Vermögensanlage als „Fonds“

I. Einführung / GSK Update vom 4.8.2014

Im [GSK Update „Novellierung des VermAnlG durch das Kleinanlegerschutzgesetz“ vom 4.8.2014](#) haben wir den [Referentenentwurf](#) des BMF zum **Kleinanlegerschutzgesetz** vom 28.7.2014 vorgestellt und die damit einhergehenden wesentlichen Änderungen des **Vermögensanlagengesetzes** (VermAnlG) aufgezeigt

In der Zwischenzeit hat die Bundesregierung am 10.11.2014 den entsprechenden vom Bundeskabinett verabschiedeten [Gesetzentwurf \(Regierungsentwurf\)](#) veröffentlicht, der einige Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf beinhaltet. Dieses GSK Update soll Ihnen die wesentlichsten Neuerungen aufzeigen.

II. Genossenschaft als Emittentin

Hinsichtlich der Aufnahme von partiarischen Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstigen Anlagen in den Anwendungsbereich des VermAnlG (§ 1 Abs. 2 Nr. 3, 4 und 7 VermAnlG n.F.; vgl. zu den Begrifflichkeiten [GSK Update vom 4.8.2014, II.1.](#)) modifiziert der Regierungsentwurf die

Rechtslage für Genossenschaften als Emittenten. Bisher war in § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 VermAnlG n.F. eine Ausnahme von der Anwendbarkeit der Normen des VermAnlG nur für die Ausgabe von **Genossenschaftsanteilen** vorgesehen. Aufgrund paralleler Wertungen etabliert § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 1a VermAnlG n.F. eine solche Ausnahme nun auch für das öffentliche Anbieten von **partiarischen Darlehen, Nachrangdarlehen und sonstigen Anlagen**, wenn diese von einer Genossenschaft ausschließlich ihren Mitgliedern angeboten werden.

Aufgrund dieser Regelung besteht in den letztgenannten Fällen für die Genossenschaften auch weiterhin keine Prospektspflicht. Allerdings ist dieses Fehlen der Pflicht den Mitgliedern gem. § 2 Abs. 2 S. 1 VermAnlG n.F. anzuzeigen und ihnen sind gem. § 2 Abs. 2 S. 2 VermAnlG n.F. auf anderem Wege vor Vertragsschluss die **wesentlichen Informationen** über die Vermögensanlage, insbesondere die mit ihr verbundenen Risiken, zur Verfügung zu stellen. Dies kann durch projektbezogene Informationen seitens der Genossenschaft erfolgen, z. B. durch den Hinweis, dass die Unterlagen für ein Projekt in den Geschäftsräumen der Genossenschaft zur Einsichtnahme durch die Mitglieder ausliegen.

III. Hinweispflicht auch für Vermögensanlagen ohne Prospektspflicht nach § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 VermAnlG n.F.

Die Hinweispflicht betreffend die fehlende Prospektspflicht gilt künftig auch für **sonstige Vermögensanlagen**, bei denen eine Prospektspflicht aufgrund der Anwendbarkeit einer der Bereichsausnahmen des § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 VermAnlG nicht besteht. Dies gilt also für Angebote, bei denen (i) maximal 20 Anteile angeboten werden oder (ii) der Verkaufspreis aller innerhalb von

12 Monaten angebotenen Anteile insgesamt 100.000 Euro nicht übersteigt oder (iii) die Anteile je Anleger jeweils einen Preis von mindestens 200.000 Euro haben.

Eine vergleichbare Informationspflicht über wesentliche Informationen zu der Vermögensanlage, wie sie gem. § 2 Abs. 2 S. 2 VermAnlG n.F. für Genossenschaften besteht, ist hier allerdings nicht vorgesehen.



IV. Ausnahmen für Crowdfunding, § 2a VermAnlG n.F.

Die **Ausnahmeregelungen**, die der Entwurf für Crowdfunding vorsieht und die in der Fassung des Referentenentwurfs noch in § 2 Abs. 2 VermAnlG n.F. geregelt waren (vgl. zu Umfang und Auswirkungen [GSK Update vom 4.8.2014, III.](#)), finden sich nun in einem neuen § 2a VermAnlG n.F. Die Reichweite der Privilegierungen ist im Kabinettsentwurf gegenüber der Fassung des Referentenentwurfs eingeschränkt worden.

Es bleibt dabei, dass nach § 2a Abs. 1 VermAnlG n.F. **nur partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen“** im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG n.F. in den Genuss der Crowdfunding-Privilegierungen kommen können. Nicht erfasst sind dagegen weiterhin insbesondere Genussrechte und Stille Beteiligungen, obwohl diese je nach Konstellation Verbraucherinteressen bei der Finanzierung besser wahren können.

Auch der Gesamtbetrag der von dem Emittenten ausgegebenen Vermögensanlagen darf die **Schwelle von maximal einer Million** weiterhin nicht übersteigen, wenn die gesetzlichen Privilegierungen greifen sollen. Der Gesetzgeber ist in diesem Punkt den Forderungen verschiedener Verbände nach einer Erhöhung dieser Grenze auf fünf Millionen Euro bisher nicht nachgekommen,

obwohl diese höhere Grenze der Gesetzeslage in anderen europäischen Ländern entspricht und im Sinne der eigentlich gewünschten Verbesserung der Finanzierungsbedingungen von Start-Up-Unternehmen und Projekten wirtschaftlich auch angezeigt wäre. Da, wie nun bekannt geworden ist, auch die Initiative der Regierung zum „Markt 2.0“ (geplantes Börsensegment für junge, wachstumsstarke Unternehmen) gescheitert ist, werden sich die schwierigen Finanzierungsbedingungen für junge Wachstumsunternehmen in Deutschland in absehbarer Zeit wohl nicht entscheidend verbessern.

Die **Investment-Grenze pro Anleger** und Emission wurde von 10.000 Euro auf **1.000 Euro** gesenkt (§ 2a Abs. 3 VermAnlG n.F.). Nur unter zusätzlichen Voraussetzungen sollen nach dem Regierungsentwurf noch Einzel-Investments von bis zu **10.000 Euro** möglich sein. Hierzu muss der Anleger gegenüber der Plattform in Form einer Selbstauskunft nachweisen, dass er entweder über ein frei verfügbares Vermögen in Höhe von mindestens 100.000 Euro verfügt oder dass sein Investment nicht den zweifachen Betrag seines durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens übersteigt.

Höhere Einzel-Investments als 10.000 Euro sind im Rahmen der geplanten Crowdfunding-Ausnahmeregelung nicht möglich. Auch eine **Ausnahme für Business Angels und (semi-)institutionelle Investoren ist weiterhin nicht vorgesehen**, sodass diese zukünftig auf anderem Wege in die gleichen Projekte und Unternehmen investieren müssen wie Kleinanleger durch Crowdinvesting. Die dadurch entstehende „Zwei-Klassen-Gesellschaft“ im Investorenkreis erscheint nicht als optimales Umfeld, um den mit dem Gesetz angestrebten Verbraucherschutz sicherzustellen.

Der Gesetzentwurf stellt nun klar, dass Crowdfunding-Plattformen zukünftig über eine **Erlaubnis nach § 34f Gewerbeordnung** (Finanzanlagenvermittler) oder eine Erlaubnis als **Wertpapierdienstleistungsunternehmen** verfügen müssen und dass der Vertrieb nur im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung zulässig ist.

Der Entwurf knüpft darüber hinaus in seiner neuen Fassung die Inanspruchnahme der gesetzlichen Crowdfunding-Privilegierungen daran, dass Plattformen „durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet“ sind, „zu prüfen“, ob die für die Einzel-Investments maßgeblichen **Schwellenwerte eingehalten**

werden (§ 2a Abs. 3 VermAnlG n.F.). Für diejenigen Plattformen, bei denen es sich im neuen gesetzlichen System um Wertpapierdienstleistungsunternehmen handeln wird, wird eine entsprechende Verpflichtung in den neu geschaffenen § 31 Abs. 5a Wertpapierhandelsgesetz n.F. aufgenommen. Es steht zu erwarten, dass zusätzlich eine gleichlautende Ergänzung der Finanzanlagenvermittlungsverordnung erfolgen wird. Falls diese Ergänzung allerdings nicht vorgenommen wird, stünde Plattformen, die keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes sind (insbesondere solche im Bereich der Ausnahme nach § 2a Abs. 1 Nr. 7 lit. e WpHG), nach der derzeitigen Entwurfsfassung der Weg in die Crowdfunding-Privilegierung des § 2a VermAnlG n.F. nicht offen. Diese Folge kann gesetzgeberisch nicht intendiert sein.

Als **Rechtsfolge** befreit die Crowdfunding-Privilegierung nach wie vor unter anderem von der Pflicht zur Erstellung eines Verkaufsprospekts und den korrespondierenden Folgepflichten sowie von der Pflicht des Emittenten zur Aufstellung eines Lageberichts und zur Prüfung des Jahresabschlusses (soweit diese Pflichten nicht bereits nach Handelsgesetzbuch bestehen). Demgegenüber greift auch innerhalb des Bereichs der Crowdfunding-Privilegierung die Pflicht zur Erstellung und Bereitstellung eines **Vermögensanlagen-Informationsblatts** („VIB“), soweit das Investment des jeweiligen Anlegers 250 Euro übersteigt.

Der Regierungsentwurf sieht weiterhin vor, dass der Anleger **den Erhalt und die Kenntnisnahme des VIB** „vor Vertragsschluss unter Nennung von Ort und Datum durch seine Unterschrift mit Vor- und Familiennamen auf dem Vermögensanlagen-Informationsblatt zu **bestätigen**“ hat. Die Rücksendung an den Anbieter bzw. die Plattform soll nun aber – abweichend vom Referentenentwurf – auch per **Telefax** oder per **Scan und E-Mail** erfolgen können. Eine rein elektronische Bestätigung der Kenntnisnahme im Rahmen des Plattform-Prozesses sieht der Entwurf demgegenüber nach wie vor nicht vor, was bei Crowdfunding-Plattformen aufgrund der Vielzahl der Beteiligungen zu erheblichem zusätzlichem bürokratischem Aufwand und entsprechenden Transaktionskosten führen wird.

Das **Werbeverbot** in § 12 VermAnlG n.F., das für alle Vermögensanlagen und auch im Bereich des

Crowdfunding gilt (vgl. hierzu das [GSK Update vom 4.8.2014, II.4.](#)), ist verglichen mit der Fassung des Referentenentwurfs etwas zurückgenommen worden. So soll Werbung in der Presse nun weiterhin uneingeschränkt zulässig sein, was mit der „besonderen Bedeutung der Pressefreiheit“ begründet wird. In elektronischen Medien bleibt Werbung für Crowdfunding-Kampagnen und Vermögensanlagen im Allgemeinen demgegenüber weiterhin auf solche Medien beschränkt, „deren Schwerpunkt zumindest gelegentlich auch auf der Darstellung von wirtschaftlichen Sachverhalten liegt“. Außerdem muss die Werbung „im Zusammenhang mit einer solchen Darstellung platziert“ werden und bestimmte inhaltliche Vorgaben einhalten sowie Hinweise enthalten, die an Tabakwerbung angelehnt sind (§ 12 Abs. 2 bis 4 VermAnlG n.F.). Diese Regelung stellt – wenn es dabei bleibt – damit weiterhin eine sehr strenge Restriktion der Bewerbung von Crowdfundings im Internet dar.



Das **Crowdlending** (Peer-to-Peer-Lending), also der Verkauf und die Abtretung von (Teil-)Darlehen, die ursprünglich von einer Vollbank ausgereicht worden sind, in Form eines öffentlichen Angebots, soll nach der Begründung des Entwurfs von der Neuregelung nicht erfasst sein. Hierzu führt die Begründung aus, diese Darlehen unterfielen im Moment der Abtretung zwar der neuen Regelung des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG n.F. („sonstige Anlagen“). Insbesondere finde ein öffentliches Angebot statt; auch stelle der zugrunde liegende Forderungsverkauf (anders als die ursprüngliche Ausreichung der Darlehen) kein Einlagengeschäft dar. Die von einer Vollbank ausgereichten Darlehen, bei denen es sich ursprünglich nicht um Vermögensanlagen handelt, **ändern also** nach der Entwurfsbegründung durch den Vorgang des öffentlichen Angebots und des Verkaufs **ihren rechtlichen Charakter** und werden zu

Vermögensanlagen. Für die abgetretenen Teil-Darlehensforderungen gelte aber eine Ausnahme von der Prospektpflicht nach § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 lit. d VermAnlG, wenn sie von einem Kreditinstitut dauerhaft und wiederholt angeboten würden.

Die hierin zum Ausdruck kommende Rechtsauffassung wirft für die Praxis des Crowdlending schwierige Fragen auf. Denn häufig werden die Darlehen in einem Zwischenschritt an eine Projektgesellschaft (SPV) ohne Banklizenz abgetreten, die dann ihrerseits das öffentliche Angebot macht. Auch regelt § 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 lit. d VermAnlG lediglich eine Ausnahme von der Prospektpflicht (§§ 6 bis 26 VermAnlG), nicht aber von anderen gesetzlichen Regelungen, die an eine Qualifikation einer Anlageform als Vermögensanlage anknüpfen – ein Umstand, der auch z.B. für **Direktinvestments in Sachgüter** (wie Rohstoffe) eine Rolle spielen kann. Diese sollen nach der Entwurfsbegründung in bestimmten Fällen als „sonstige Anlagen“ ebenfalls von der Auffangregelung des § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG n.F. erfasst sein, was zukünftig unter anderem bei der Strukturierung von **reward-based Crowdfundings** und **Pre-Sales** eine Rolle spielen kann.

Insgesamt wird der **sehr weit geratene neue Begriff der „sonstigen Anlage“** nach § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG n.F. gepaart mit der im Entwurf zum Ausdruck kommenden Rechtsauffassung dazu führen, dass verschiedenste, heute bankaufsichtsrechtlich nicht relevante Vertragsformen zukünftig als Vermögensanlagen zu qualifizieren sind. Dies macht diese Verträge gleichzeitig zu Finanzinstrumenten im Sinne von § 1 Abs. 11 Nr. 2 Kreditwesengesetz, § 2 Abs. 2b Wertpapierhandelsgesetz und löst damit gegebenenfalls weitreichende und strafbewehrte aufsichtsrechtliche Folgepflichten aus. Diese Regelung, die vor dem Hintergrund der Vertragsfreiheit und des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots (Art. 103 Abs. 2 Grundgesetz) verfassungsrechtlich nicht unbedenklich ist, wird auf die zukünftige Strukturierungspraxis im Bereich der bankenunabhängigen Finanzierung erhebliche Auswirkungen haben.

V. Ausnahmen für Kleinstkapitalgesellschaften mit sozialer oder gemeinnütziger Ausrichtung

Die Ausnahmeregelungen zum Crowdfunding in § 2a VermAnlG n.F. erstrecken sich nach dem Regierungsentwurf gem. § 2b VermAnlG n.F. nun

auch auf Vermögensanlagen, die von **Kleinstkapitalgesellschaften** gem. § 267a HGB emittiert werden, wenn deren Gesellschafter eingetragene Vereine mit **sozialer oder gemeinnütziger Zielsetzung** sind. Darüber hinaus darf die Gesamtheit der von einem Emittenten angebotenen Vermögensanlagen einen Verkaufspreis von 1.000.000 Euro nicht übersteigen und der vereinbarte Sollzinssatz muss unter der marktüblichen Emissionsrendite für Anlagen am Kapitalmarkt in Hypothekendarlehen mit gleicher Laufzeit liegen.



VI. Bezeichnungsverbot als „Fonds“

§ 7 VermAnlG n.F. stellt diverse Anforderungen an den Inhalt des Verkaufsprospekts (vgl. hierzu und zum Verhältnis zu § 15a VermAnlG n.F. [GSK Update vom 4.8.2014, II.3.](#)). Dabei hervorzuheben ist die Einfügung des § 7 Abs. 2 S. 3 VermAnlG n.F., wonach nunmehr weder der Emittent noch die Vermögensanlage selbst mit dem Begriff „Fonds“ oder Begrifflichkeiten, die diesen Terminus beinhalten (z.B. Fondsanlage, Fondsvehikel etc.) bezeichnet werden dürfen. Gleiches gilt gem. § 12 Abs. 5 VermAnlG n.F. für die Bezeichnung in der Bewerbung der Vermögensanlage und gem. § 13 Abs. 4 S. 5 VermAnlG n.F. im Vermögensanlagen-Informationsblatt.

Diese Regelungen sind vor dem Hintergrund zu verstehen, dass auch begrifflich eine klare Abgrenzung zu Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB erfolgen soll.

VII. Fazit

In den Grundzügen bleibt der Regierungsentwurf auf der Linie des Referentenentwurfs.

Im Bereich der Crowdfunding-Privilegierungen werden die für Einzel-Investments maßgeblichen

Schwellenwerte gesenkt. Andererseits werden neue Ausnahmebestimmungen für Genossenschaften und Kleinstkapitalgesellschaften eingeführt. Werbung in der Presse bleibt generell zulässig, während sie in sozialen Medien streng beschränkt wird.

Die Erfassung „sonstiger Anlagen“ mit der neuen Auffangregelung nach § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG n.F. kann weitreichende Konsequenzen für die Strukturierungspraxis im Bereich der bankenunabhängigen Finanzierung haben.

Abzuwarten bleibt, welche Anforderungen an die neuartige Informationspflicht über „wesentliche Informationen“ der Vermögensanlage zu stellen sind. Eine Darstellung in Anlehnung an das

Vermögensinformationsblatt erscheint hier als Mindestmaß angezeigt.

Dr. Timo Patrick Bernau

Rechtsanwalt
Standort München
berna@gsk.de

Dr. Tobias Riethmüller

Rechtsanwalt, Dipl.-Volksw.
Standort Frankfurt
riethmueller@gsk.de

Urheberrecht

GSK Stockmann + Kollegen - Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe,ervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann + Kollegen gestattet.

Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann + Kollegen und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann + Kollegen und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

www.gsk.de

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

BERLIN

Mohrenstraße 42
10117 Berlin
Tel +49 30 203907-0
Fax +49 30 203907-44
berlin@gsk.de

FRANKFURT/M.

Taunusanlage 21
60325 Frankfurt
Tel +49 69 710003-0
Fax +49 69 710003-144
frankfurt@gsk.de

HAMBURG

Schleusenbrücke 1/ Neuer Wall
20354 Hamburg
Tel +49 40 369703-0
Fax +49 40 369703-44
hamburg@gsk.de

BRÜSSEL

GSK Stockmann + Kollegen
209a Avenue Louise
B-1050 Brüssel
Tel +32 2 6260 740
Fax +32 2 6260 749
bruessel@gsk.de

IN KOOPERATION MIT:

Nabarro in Großbritannien, Nunziante Magrone in Italien,
Roca Junyent in Spanien und Lefèvre Pelletier & associés
in Frankreich

HEIDELBERG

Mittermaierstraße 31
69115 Heidelberg
Tel +49 6221 4566-0
Fax +49 6221 4566-44
heidelberg@gsk.de

MÜNCHEN

Karl-Schornagl-Ring 8
80539 München
Tel +49 89 288174-0
Fax +49 89 288174-44
muenchen@gsk.de

STUTTGART

Augustenstraße 1
70178 Stuttgart
Tel +49 711 2204579-0
Fax +49 711 2204579-44
stuttgart@gsk.de

SINGAPUR

GSK Stockmann (Singapore)
Pte. Ltd.
25 International Business Park
German Centre, #04-113
Singapore 609916
Tel +65 6562 8696
Fax +65 6562 8697
singapore@gsk.de