



LUDWIG-
MAXIMILIANS-
UNIVERSITÄT
MÜNCHEN

Fachgespräch

Regulierungsoptionen für Crowdfunding

Friedrich-Ebert-Stiftung
Arbeitskreis Mittelstand/Gesprächskreis
Verbraucherpolitik
Berlin, 22.2.2015

Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard)
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und
Unternehmensrecht
Ludwig-Maximilians-Universität München



Gliederung

I. Crowdfunding in den USA

1. Entwicklung der Markt- und Rechtslage
2. Prospektpflicht
3. Informationshaftung
4. Aufsicht und Pflichten der Plattformen

II. Crowdfunding im Vereinigten Königreich

1. Entwicklung der Markt- und Rechtslage
2. Prospektpflicht
3. Informationshaftung
4. Aufsicht und Pflichten der Plattformen

III. Kurzes rechtsvergleichendes Resümee



Terminologische Vorbemerkung

Crowdsourcing = das Sammeln von **Beiträgen** zur Erreichung eines gemeinsamen Zwecks

Crowdfunding = das Sammeln von **Finanzierungshilfen** zur Erreichung eines gemeinsamen Zwecks

Crowdinvesting = das Sammeln von **Finanzierungshilfen** zur **Unternehmensfinanzierung**



Crowdfunding in den USA



Überblick über die Rechtsentwicklung in den USA

- Rechtsvergleichende **Pionierregelung** in Title III des JOBS ACT (CROWDFUND ACT)
- Regelungen jedoch erst anwendbar, nachdem die SEC zahlreiche Vorschriften zur Umsetzung und Konkretisierung des Gesetzes erlassen hat
→ Dies hat die **SEC bis heute nicht getan**
- Auf Seiten wie *kickstarter.com* werden daher keine securities i.S.d. Securities Act vertrieben (stattdessen v.a. *rewards-based crowdfunding* und *prepurchase model*)
- Mittlerweile sind die Staaten dazu übergegangen, eigene Crowdfunding-Regulierungen im Anwendungsbereich der Ausnahme für ***intrastate offerings*** gem. §3(a)(11) Securities Act (Stand Februar 2015: 15 Staaten)

Prospektpflicht

- Ausgangslage: Strenge Prospektpflicht und Registrierungsanforderung für die Emission von Wertpapieren (securities) gem. § 5 Securities Act
- Herzstück der Neuregelung: § 4 (6) Securities Act:
→ innerhalb von 12 Monaten können bis zu \$ 1 Mio. eingesammelt werden
- Voraussetzungen:
 - Mediatisierungsbedingung, d.h. Emission muss durch Broker/ Funding Portal vermittelt werden
 - Es gelten Zeichnungsgrenzen für Anleger (abhängig von Vermögen und Höhe des Jahreseinkommens des Anlegers)
 - *Single issuer limit*: Umfang, in dem sich Anleger *an konkretem Emittenten* beteiligen darf
 - *Aggregate limit*: Umfang, in dem sich Anleger *auf dem Crowdfunding-Markt insgesamt* während eines Jahres beteiligen darf
 - Emittent muss Anlegern bestimmte Pflichtinformationen unterbreiten. Anforderungen hängen von dem Umfang des einzuwerbenden Kapitals ab (insbess. audited financial statements ab 500.000 USD)

Insbesondere: Zeichnungsgrenzen

- **Jahreseinkommen *und* das Vermögen unter \$ 100.000**
→ maximal (a) \$ 2.000 oder (b) 5% des Jahreseinkommens oder (c) 5% des Vermögens
(ausschlaggebend ist der niedrigste der Wert)
- **Jahreseinkommen *und* Vermögen \$ 100.000 oder mehr**
→ maximal (a) \$ 100.000 oder (b) 10% des Jahreseinkommens oder (c) 10% des Vermögens
- Keine ausdrückliche Regel, wenn nur Vermögen *oder* Jahreseinkommen unter \$ 100.0000 liegt
→ vermutlich der niedrigste Betrag, der sich nach den o.g. Berechnungen ergibt

Haftung für fehlerhafte Emittenteninformation

- Haftung richtet sich gem. § 4A(c) Securities Act nach den allgemeinen Regeln der Securities Liability (§§ 12, 13 Securities Act)

Adressat

- Emittent sowie bestimmte Führungspersonen

Verschulden

- Einfache Fahrlässigkeit genügt, Beklagter trägt Beweislast



Schadensersatz

- Rückabwicklung der Transaktion (*rescission*)
oder
- Rückabwicklungsschden (*rescissory demages*), wenn Wertpapiere veräußert wurden



Aufsicht und Pflichten der Plattformen

Registrierung

Tätigkeitsverbot

Background checks

Antifraud clause

Investor education

Anlegertests

- Bei SEC als Broker oder Funding Portal und Beitritt Selbstregulierungsorganisation
- Weder Anlageberatung noch Unterstützung des Emittenten bei der Emission
- Leitungspersonen und Hintermänner des Emittenten, insbesondere deren kapitalmarktrechtliche Vergangenheit (*securities enforcement regulatory history*)
- Verpflichtung, dass keine betrügerischen Offerten über Portal vermittelt werden
- Übernahme der Anlegererziehung
- Durchzuführen nach den durch SEC festgelegten Anforderungen



Crowdfunding im Vereinigten Königreich



Überblick über den Markt für *equity crowdfunding* in UK

(Daten aus *Baeck/Collins/Zhang, The UK Alternative Finance Industry Report 2014*)

- Gesamtvolumen 2011-2014: 156,46 Mio. €
 - Volumen 2014: 113,4 Mio. €
- Emittierte Anlagen: **Aktien**
- Durchschnittliche Emissionshöhe 268.788 €
- 95% der Emissionen profitierten von **Steuervergünstigungen** nach dem Enterprise Investment Scheme (EIS) oder dem Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS)
- Anleger (*Sample: 299 Anleger, die einen Fragebogen erhielten*)
 - **38% professionelle Investoren**
 - 62% Kleinanleger ohne Vorkenntnisse im Investmentbereich (**zw.!**)
- Durchschnittliches Investment: 2.158 €
- 2/3 der Anleger investieren **mehr als 1.350 €** (1.000 GBP)
- Durchschnittliche Anzahl von Anlagen im Portfolio: **2,48**

Marktvergleich UK/Deutschland

UK

(Baeck/Collins/Zhang, The UK Alternative Finance Industry Report 2014)

- Gesamtes Marktvolumen: 156,46 Mio. €
 - Volumen 2014: 113,4 Mio. €
- Emittierte Anlagen: Aktien
- Durchschnittliche Emissionshöhe: 268.788 €
- Anleger
 - 38% professionelle Anleger
 - 62% Kleinanleger ohne Vorkenntnisse im Investmentbereich
- Durchschnittliches Investment: 2.158 €
- 2/3 der Anleger investieren mehr als 1350 € (1.000 GBP)

Deutschland

(Klöhn/Hornuf, LMU-Crowdinvesting Datenbank)

- Gesamtes Marktvolumen: 33 Mio. €
 - Volumen 2014: 16 Mio. €
- Emittierte Anlagen: nicht verbriefte Anlagen, v.a. partiarische Nachrangdarlehen
- Durchschnittliche Emissionshöhe: 210.191 €
- Anleger
 - keine professionelle Anleger (i.S.d. WpHG)
 - sehr viele Kleinanleger mit Erfahrung im Investmentbereich
- Durchschnittliches Investment: 695 €
- 15% der Anleger investieren mehr als 1.000 € (dies sind jedoch ca. 75% des Marktvolumens)

Gefahren auf dem Crowdfunding-Markt aus Sicht der FCA

- Cherry-picking von Informationen; **keine ausgewogene Darstellung** von Chancen und Risiken, sondern Überbetonung der Chancen
- Herunterspielen wichtiger Informationen, z.B. von **Warnhinweisen**
- Berichte, dass Betreiber von Plattformen **negative Kommentare aus den Foren löschen** würden

(FCA, A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media, February 2015, sub. 51 u. 54)

Prospektpflicht und Prospekthaftung

- Emission von Wertpapieren bis zu einem Umfang von 5 Mio € **prospektfrei**, Art. 85 Financial Services Market Act (FSMA) 2000 i.V.m. Schedule 11a No. 9 FSMA 2000
→ Prospektpflicht und Prospekthaftung spielen im Vereinigten Königreich auf dem Markt für equity crowdfunding daher keine Rolle
- Allerdings dürfen Emittenten ihre Vermögensanlagen grundsätzlich **nicht selbst vermarkten**, sondern bedürfen dafür einer durch die FCA authorised person, Art. 21 FSMA 2000
→ Keine Direktmissionen auf dem Markt für Crowdfunding



Aufsicht und Pflichten der Plattformen

Erlaubnis

Tätigkeitsverbot

Regulierung des Marktzugangs

- Von der FCA als Wertpapierfirma (Art. 19 FSMA 2000)
→ Es finden grundsätzlich die allgemeinen Vorschriften für Wertpapierfirmen Anwendung
- Kein Verbot der Anlageberatung (wie in den USA), im Gegenteil: FCA ermutigt Plattformen, Anlageberatung zu betreiben (s.u.)
- Herzstück der FCA-Regulierung
- Plattformen dürfen *non-readily realisable securities* nur bestimmten Personen anbieten und vermarkten, nämlich
 - Professionellen Anlegern (u.a. venture capital contacts)
 - Vermögenden Anlegern (high net worth investors)
 - Erfahrene Anlegern (sophisticated investors)
 - Beratenen Anlegern (avised investors)
 - Sowie Anlegern, die erklären (!), innerhalb von 12 Monaten nicht mehr als 10% ihres frei verfügbaren Vermögens in Crowdfunding zu investieren (**restricted investors**)



Aufsicht und Pflichten der Plattformen

Angemessenheit

Inhaltliche Anforderungen an Financial Promotion

- Plattformen müssen die Angemessenheit der Anlage prüfen (wie § 31 Abs. 5 WpHG)
- Inhaltliche Vorgaben entsprechend 31 Abs. 2 Satz 1 u. 2 WpHG (redlich, eindeutig, nicht irreführend, Werbemitteilungen als solche erkennbar)
- Wird von der FCA offenbar streng gehandhabt:

„We are particularly looking to see that platforms are disclosing **all relevant information to enable potential investors to make informed decisions** on whether or not to invest”

(FCA, A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media, February 2015, sub. 50)



Kurzes rechtsvergleichendes Resümee



Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen UK und USA (mit Blick auf das KleinanlegerschutzG)

Gemeinsamkeiten	Unterschiede
Beide Rechtsordnungen öffnen das Crowdfunding für alle Finanzanlagen , inklusive Wertpapiere (v.a. Aktien)	<p>Herzstück der Regelung</p> <ul style="list-style-type: none"> • USA: Ausnahme von der Prospektpflicht und Ersatzregelung • UK: Verhaltenspflichten der Crowdfunding-Plattformen
In beiden Rechtsordnungen kann Crowdfunding nur über Plattformen stattfinden (keine Direktmission)	<p>Zeichnungsgrenzen</p> <ul style="list-style-type: none"> • In UK keine Zeichnungsgrenze bei Anlageberatung • In UK keine <i>vermögensunabhängige</i> Höchstgrenze • ABER: Beide Rechtsordnungen kennen marktweite (nicht nur emittentensbezogene) Zeichnungsgrenzen
Beide Rechtsordnungen unterwerfen die Plattformen der (spezifischen) Kapitalmarktaufsicht	
Beide Rechtsordnungen regeln Pflichten der Plattformen	



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit