

# inPuncto.

Kapitalmarkt. Vertrieb. Recht.



## TOP-Thema

### KMU-Finanzierungen bis 8 Mio. Euro ohne Wertpapierprospekt

Das neue Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze

Seite 12-15

### MiFID-II

BaFin veröffentlicht an MiFID-II-Bestimmungen angepasste MaComp

Seite 3-11

### Crowdfunding

EU-Crowdfunding-Verordnung macht den Weg frei für KMU-Finanzierung in der Gründungsphase

Seite 16-19

### Marktüberblick

BaFin Jahresbericht 2017

Seite 20-23

Das informative Mandantenmagazin von



**GK-law.de**

Gündel & Katzorke Rechtsanwälts GmbH

# Liebe Leserinnen und Leser,



im Fokus unserer 24-seitigen inPuncto. - Ausgabe 01/2018 steht wieder einmal die Umsetzung großer gesetzgeberischer Vorhaben.

»**GOOD NEWS**« für KMU-Finanzierungen in der EU: Unser brandaktuelles TOP-Thema - beschlossen und verkündet am 13.07.2018 – das **Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektver-**

**ordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarkt-gesetze.** Damit ist es amtlich: Deutsche KMU können Wertpapierbeteiligungen bis 8 Mio. Euro ohne Wertpapierprospekt anbieten. Wir erläutern die wesentlichen Neuerungen und den Weg dorthin.

Ebenfalls kurz vor Abschluss: die **EU-Crowdfunding-Verordnung** - ein weiterer wichtiger Schritt in Richtung Kapitalmarktunion und deshalb für Sie hier zu lesen.

Und Dauerbrenner **MiFID II** ist wieder dabei: Im April veröffentlichte die BaFin ein Rundschreiben zu der an die MiFID II-Bestimmungen angepassten **MaComp**. Schwerpunkte unserer Darstellung diesmal: Zuwendungsverzeichnis, Mitarbeiteranforderungen und Beschwerden.

Last but not least geben wir Überblick über die **Entwicklung des außerbörslichen Kapitalmarktes** in Wechselwirkung mit neuen Regularien - auf Basis der im BaFin-Jahresbericht 2017 veröffentlichten Zahlen.

Wir wünschen Ihnen eine informative Lektüre.

Ihre **Christina Gündel**  
Rechtsanwältin und PR-Referentin  
GK-law.de

Themenübersicht		Seite
<b>MiFID-II: BaFin veröffentlicht an MiFID-II-Bestimmungen angepasste MaComp</b>		<b>3-11</b>
- Anwenderkreis und Vertrieb		4
- Zuwendungen		5
- Mitarbeiteranforderungen		6-7
- Beschwerden		8-11
<b>TOP-THEMA</b>	<b>KMU-FINANZIERUNGEN OHNE WERTPAPIERPROSPEKT: Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze</b>	<b>12-15</b>
- Chronologie des Gesetzgebungsverfahrens		12
- Anpassungen im Wertpapierprospektgesetz (WpPG)		13-14
- Kritik und Ausblick		14-15
<b>CROWDFUNDING: EU-Crowdfunding-Verordnung macht den Weg frei für KMU-Finanzierungen in der Gründungsphase</b>		<b>16-19</b>
- Ziel 1: Finanzierungserleichterungen für KMU		16
- Ziel 2: Investorenschutz		17
- Ziel 3: EU-weit einheitliche Regulierung		17
- EU-Vorschlag		18
- Stellungnahme Bundesrat		19
<b>MARKTÜBERBLICK: BaFin-Jahresbericht 2017</b>		<b>20-23</b>
- Entwicklungen bei den Marktteilnehmern		20-21
- Entwicklungen bei den Produkten		22-23

# BaFin veröffentlicht an MiFID-II-Bestimmungen angepasste MaComp

Am 19. April hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) das überarbeitete Rundschreiben zu den Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (MaComp) veröffentlicht.



## Inhalt der MaComp

**MaComp = ein Leitfaden**, der die Verwaltungspraxis der BaFin zu wesentlichen nationalen und europäischen regulatorischen Vorgaben für Wertpapierdienstleistungen in einem Dokument zusammenfasst. Das sind aktuell 111 Seiten von der BaFin veröffentlichter und im aufsichtsrechtlichen Alltag gelebte Aufsichtspraxis. Im Allgemeinen Teil (AT) der MaComp, der aus 6 Modulen besteht, sind die grundsätzlichen Organisations- und Verhaltenspflichten dargestellt. In den 14 Modulen des besonderen Teils (BT) werden einzelne konkrete deutsche und europäische Vorschriften näher erläutert.

Mit der umfangreichen Überarbeitung hat die BaFin insbesondere auf den Aktualisierungsbedarf aufgrund der MiFID-II-Regelungen reagiert. Hierzu wurden neue Module in die MaComp integriert, wie beispielsweise die Anforderungen an das Produktfreigabeverfahren (Product Governance), an die Qualifikation von Mitarbeitern, an den Umgang mit komplexen Finanzinstrumenten und an Querverkäufe. Die bereits bestehenden Module zur Ausführung von Kundenaufträgen, zur Überwachung von Mitarbeitergeschäften und zu Zuwendungen wurden überarbeitet. Allerdings wurden noch nicht alle Leitlinien der Europäischen Wertpapieraufsicht berücksichtigt. Die Konkretisierung der Anforderungen an die Geeignetheitsprüfung steht z.B. noch aus.

Anschließend an unsere MiFID-II-Beiträge der Ausgaben 02/2014, 02/2015 und 02/2017 stehen diesmal im Fokus: Zuwendungsverzeichnis, Mitarbeiteranforderungen und Beschwerden.

### Allgemeiner Teil

AT 1	Vorbemerkung
AT 2	Quellen Aufsichtsrecht
AT 3	Anwendungsbereich
AT 4	Verantwortlichkeiten
AT 5	Kooperationen
AT 6	Orga-Anforderungen
AT 7	Verhältnis zu anderen Gesetzen
AT 8	Aufzeichnungspflichten
AT 9	Auslagerungen

### Konkrete deutsche und europäische Vorschriften

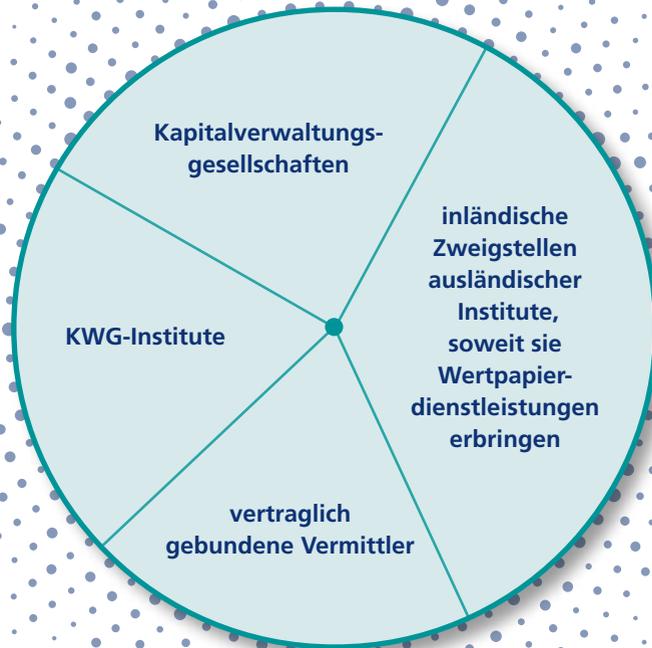
BT 1	Compliance-Funktion
BT 2	Mitarbeitergeschäfte
BT 3	Werbervorgaben
BT 4	Bestmögliche Ausführung
BT 5	Product-Governance
BT 6	Geeignetheitsklärung
BT 7	Geeignetheitsprüfung
BT 8	Vergütungssysteme
BT 9	Interessenkonflikte bei Staffelp Provisionen
<b>BT 10</b>	<b>Zuwendungsverzeichnis etc.</b>
<b>BT 11</b>	<b>Mitarbeiteranforderungen</b>
<b>BT 12</b>	<b>Beschwerden</b>
BT 13	Execution only
BT 14	Querverkäufe

# Anwenderkreis & Vertrieb

4

MiFID-II-angepasste  
MaComp

## Anwenderkreis



## Unterschied:

Vertrieb im Inland

oder

Vertrieb im Ausland

Wichtig ist, dass hinsichtlich des Anwendungsbereiches zwischen Inlands- und Auslandsbezug zu unterscheiden ist. So müssen Zweigniederlassungen und vertraglich gebundene Vermittler ihren Sitz oder gewöhnlichen Aufenthalt in Deutschland haben, damit sie von den Vorgaben der MaComp (teilweise) erfasst werden. Diese beiden Anwendergruppen müssen aber nur die Vorgaben für die redliche, eindeutige und nicht irreführende Werbung (BT 3), bestmögliche Ausführungen von Kundenaufträgen (BT 4), die Geeignetheitserklärung (BT 6) und Aufzeichnungspflichten (BT 10) beachten.

Dagegen finden auf im EWR ansässige Zweigniederlassungen und vertraglich gebundene Vermittler deutscher Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Bestimmungen des AT sowie BT 1 (Anforderungen Compliance), BT 2 (Anforderungen Mitarbeitergeschäfte), BT 5 (Produkt Governance), BT 8 (Vergütungssysteme) und BT 9 (Interessenkonflikte bei Staffelp Provisionen) Anwendung. Bei Auslandsaktivitäten sind diese Vorgaben also auch zu beachten.



# Zuwendungen



## Zuwendungsverzeichnis (BT 10)

Seit Umsetzung der MiFID-II-Vorgaben in nationales Recht sind die Aufzeichnungspflichten in Zusammenhang mit der Entgegennahme und Gewährung von Zuwendungen in § 70 WpHG und § 6 WpDVerOV geregelt. Mit dem neuen Modul BT 10 werden die erweiterten Aufzeichnungspflichten wie folgt konkretisiert:

Führung eines **unternehmensinternen Verzeichnisses**, in dem **Zuwendungen und deren Verwendungszwecke** erfasst werden. Es dient zum Nachweis, dass sämtliche erhaltenen oder gewährten Zuwendungen dazu bestimmt sind, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden zu verbessern. Das Verzeichnis ist laufend zu führen und jährlich unverzüglich nach Abschluss eines Geschäftsjahres im Rahmen der Aufstellung des Jahresabschlusses fertigzustellen. Es kann in schriftlicher oder elektronischer Form geführt werden.

Sämtliche Zuwendungen eines jeden Geschäftsjahres sind in dem **Zuwendungsverzeichnis** fortlaufend zu erfassen. Die Zuwendungen sind mindestens nach monetären Zuwendungen aus Vertriebsprovisionen, Bestandsprovisionen, Vermittlungsprovisionen und sonstigen Provisionen und Gebühren sowie nichtmonetären Zuwendungen aufzulgliedern.

**Gelder**, die als Zuwendungen vereinnahmt, d. h. angenommen und behalten wurden, sind betragsmäßig aufzuführen. Die **geldwerten Vorteile**, die nicht nur geringfügig sind und vereinnahmt wurden, sind der Höhe nach anzugeben. Für geringfügige nichtmonetäre Zuwendungen ist es ausreichend, diese generisch zu beschreiben.

Auch das **Verwendungsverzeichnis** ist fortlaufend zu führen und muss zwischen vereinnahmten Zuwendungen einerseits und gewährten Zuwendungen andererseits differenzieren. Je Zuwendung ist der Verwendungszweck jeweils in einem gesonderten Abschnitt des Verwendungsverzeichnisses darzustellen. Dabei ist eine Zuordnung in Form der Gegenüberstellung der Zuwendungen nach betroffenen Wertpapierdienstleistungen und dem qualitätsverbessernden Einsatz für einzelne Kunden oder homogene Kundengruppen vorzunehmen. Eine zusammenfassende Gegenüberstellung von Zuwendungen und Verwendungszwecken soll laut den Ausführungen nicht mehr ausreichen.

Die **Aufschlüsselung der qualitätsverbessernden Maßnahmen** soll sich dabei an den gesetzlich für zuläs-

sig erachteten Zwecken und damit an den einschlägigen Regelbeispielen der WpDVerOV orientieren. Für mögliche weitere zusätzliche oder höherwertige Dienstleistungen für den betreffenden Kunden können über die Regelbeispiele hinaus ergänzend eine oder mehrere weitere Kategorien gebildet werden. Bei der Darstellung ist die Bildung homogener Kundengruppen zulässig, in denen eine Mehrzahl von Kunden zusammengefasst werden können. Allerdings muss die Verwendung der Zuwendungen für jedes in Anspruch genommene Regelbeispiel und für jeden betreffenden Kunden bzw. jede Kundengruppe im Einzelnen dokumentiert werden.

Vereinnahmte Zuwendungen sind grundsätzlich **zeitnah für Qualitätsverbesserungen** für den betreffenden Kunden bzw. die betreffende Kundengruppe zu verwenden –

 Ausnahmen sind also zulässig, müssen aber sachlich begründet sein. Soweit Zuwendungen in dem Geschäftsjahr, in dem sie dem Unternehmen zugeflossen sind, nicht für Qualitätsverbesserungen für den betreffenden Kunden bzw. die betreffende Kundengruppe verwendet wurden, sind sie in dem Verwendungsverzeichnis als solche auszuweisen.

**Zuwendungen, die an Kunden ausgekehrt werden**, müssen nicht in dem Zuwendungsverzeichnis aufgeführt werden. Allerdings sind derartige Auskehrungen gesondert aufzuzeichnen. Alternativ können jedoch an Kunden ausgekehrte Zuwendungen in das Zuwendungsverzeichnis aufgenommen werden und sind dann als solche zu kennzeichnen.

Die Einführung eines **Maßnahmenverzeichnisses** dient der fortlaufenden Beschreibung einzelner Maßnahmen bezogen auf die Einhaltung der Verhaltenspflichten, also ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse der Kunden zu handeln. Dabei ist bei der Beschreibung der einzelnen Maßnahmen bezogenen auf die jeweilige Wertpapierdienstleistung oder Wertpapiernebenleistung zwischen einmaligen, wiederkehrenden und dauernden Maßnahmen zu differenzieren.

Das Maßnahmenverzeichnis ist jährlich unverzüglich nach Abschluss eines Geschäftsjahres im Rahmen der Aufstellung des Jahresabschlusses fertigzustellen. Es kann in schriftlicher oder elektronischer Form geführt werden.





## Mitarbeiteranforderungen (BT 11)

Das Modul BT 11 setzt Leitlinien der Europäischen Wertpapieraufsicht aus 2015 für die Beurteilung und Kenntnisse von Mitarbeitern von Wertpapierfirmen um und ergänzt die Vorgaben der WpHG-Mitarbeiteranzeigenverordnung, die zuletzt im November 2017 geändert worden ist. Auch wurden die an verschiedenen Stellen der alten MaComp-Fassung enthaltenen fachlichen Anforderungen in dem neuen Modul zusammengefasst. Allerdings ist in Kürze mit einer Ergänzung zu rechnen, da die europarechtlichen Anforderungen für Mitarbeiter bei der Durchführung von Geeignetheitsbeurteilungen derzeit überarbeitet werden.

Geregelt werden die Anforderungen an die **fachliche Qualifikation** von Anlageberatern, Vertriebsmitarbeitern, Finanzportfolioverwaltern allgemein sowie die Anforderungen für Compliance-Beauftragte im Besonderen.

Dabei werden nicht nur die gesetzgeberischen Vorgaben wiedergegeben, sondern auch **Beispiele für deren Umsetzung** genannt. Zunächst haben die betroffenen Unternehmen sicherzustellen, dass ihre Mitarbeiter über die notwendigen Fähigkeiten, Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten aufsichtsrechtlichen Anforderungen sowie geschäftsethische Standards einzuhalten – und: dass diese die internen Regeln und internen Verfahren des Unternehmens kennen, verstehen und anwenden, mit denen die Einhaltung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen gewährleistet werden soll.

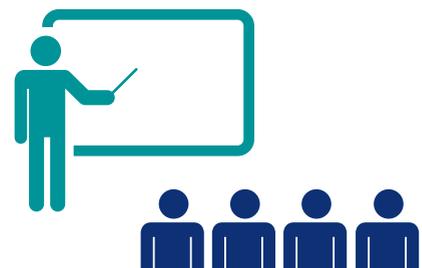
### Beurteilung der Sachkunde 1x pro Jahr

Die Wertpapierdienstleistungsunternehmen **beurteilen** mindestens **einmal jährlich die Kenntnisse und Erfahrungen** ihrer Anlageberater, Vertriebsmitarbeiter, Finanzportfolioverwalter und Vertriebsbeauftragten und überprüfen die Relevanz fortlaufender **Weiterbildungsmaßnahmen**, die diesen Mitarbeitern angeboten werden, um sie auf den neuesten Stand zu bringen. Die Beurteilung der Sachkunde schließt eine Überprüfung des Kenntnis- und Erfahrungsbedarfs jedes Mitarbeiters ein.

Laut MaComp sind Beispiele für **gute Vorgehensweisen**:

- ▶ wiederkehrende, für Mitarbeiter verpflichtende Schulungen in Form von Kursen, Seminaren sowie Tests zum Nachweis, dass die Mitarbeiter über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen;
- ▶ die Inhalte von Produktschulungen sollten Funktionen und Merkmale, einschließlich der potentiellen Risiken, der auf dem Markt erhältlichen und (insbesondere neu) angebotenen Finanzinstrumente sowie organisatorische Anforderungen und regulatorische Änderungen umfassen;
- ▶ Sensibilisierung der Mitarbeiter für Situationen, in denen Interessenkonflikte entstehen können und Aufklärung und Training, wie die Regeln für den Umgang mit Interessenkonflikten anzuwenden sind;
- ▶ Überwachung der von Anlageberatern durchgeführten Beurteilungen der Geeignetheit und ihrer Fähigkeit, die Geeignetheit beurteilen zu können;
- ▶ die Veröffentlichung der Kriterien in einer für die Kunden konsistenten und aussagekräftigen Form, auf welche Weise die Qualifikation der Mitarbeiter gewährleistet wird.

Soweit Mitarbeiter nicht für die Tätigkeit erforderliche Qualifikationen erworben haben, ist sicherzustellen, dass dieser Mitarbeiter die betroffenen Wertpapierdienstleistungen und -nebenleistungen nicht erbringt.





Außerdem enthält das Modul Vorgaben für die **Dokumentation der Tätigkeiten**. Insbesondere für Anlageberater, Vertriebsmitarbeiter, Finanzportfolioverwalter und Vertriebsbeauftragte ist die Betreuung der Mitarbeiter mit ihren jeweiligen Tätigkeiten und Verantwortlichkeiten zu dokumentieren.

Für Mitarbeiter, die mit inhaltlichen Aspekten des Prozesses der Beurteilung der Geeignetheit im Rahmen von Anlageberatungen und Finanzportfolioverwaltungen befasst sind, wird nach Finalisierung der ESMA-Vorgaben für diese Tätigkeiten eine Ergänzung des Moduls BT 11 erfolgen.

Ebenfalls enthalten: **zusätzliche Anforderungen für den Compliance-Beauftragten**. Er muss über ein ausreichend hohes Maß an Fachkenntnissen und Erfahrung verfügen, um die Verantwortung für die Compliance-Funktion als Ganzes übernehmen und ihre Wirksamkeit des jeweiligen Unternehmens sicherstellen zu können. So muss sich bspw. ein neu eingestellter Compliance-Beauftragter

möglicherweise zusätzliches, auf das spezifische Geschäftsmodell des Unternehmens zugeschnittenes Spezialwissen aneignen, selbst wenn er zuvor bereits als Compliance-Beauftragter in einem anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmen tätig war.

Die **erforderliche Sachkunde** des Compliance-Beauftragten umfasst auch die **praktische Anwendung** der Compliance-Vorgaben der MaComp (Modul BT 1.3.1.3) die insbesondere durch eine fachspezifische Berufspraxis erreicht worden sein kann. Eine fachspezifische Berufspraxis kann laut MaComp durch die Tätigkeit in operativen Positionen, in Kontrollfunktionen oder aufsichtlichen Tätigkeiten erlangt worden sein.

Für Compliance-Beauftragte von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, deren Mitarbeiter regelmäßig Zugang zu **compliance-relevanten Informationen mit Potential für Interessenkonflikte** haben, beträgt die erforderliche fachspezifische Berufspraxis grundsätzlich mindestens sechs Monate. Allerdings kommt für kleinere Wertpapierdienstleistungsunternehmen auch ein kürzerer Zeitraum in Betracht. Die fachspezifische Berufspraxis kann grundsätzlich auch im Rahmen einer Probezeit erlangt werden.



# Beschwerden



## Beschwerden (Modul BT 12)

In dem Modul BT 12 werden die Anforderungen an das Beschwerdemanagement und den neuen Beschwerdebericht vorgegeben. Als **Beschwerde gilt dabei jede Äußerung der Unzufriedenheit**, die ein Kunde oder ein potenzieller Kunde (Beschwerdeführer) an das Unternehmen im Zusammenhang mit dessen Erbringung einer Wertpapierdienstleistung oder einer Wertpapiernebenleistung richtet. Der Begriff „Beschwerde“ muss nicht zwingend verwandt werden. Eine Beschwerde bedarf keiner bestimmten Form.

### Beschwerdemanagement intern

Unternehmensintern sind **Vorkehrungen zur Beschwerdebearbeitung** zu treffen. Deshalb sind wirksame und transparente Grundsätze und Verfahren für das Beschwerdemanagement festzulegen und auf Dauer umzusetzen, mit denen die Beschwerden von Kunden oder potenziellen Kunden unverzüglich abgewickelt werden können. So sind die Beschwerdeeinreichung, die Beschwerdebearbeitung einschließlich der Zuständigkeiten, die Weiterverfolgung von Maßnahmen zur Einhaltung der Grundsätze und Verfahren sowie das interne Berichtswesen festzulegen. Diese Grundsätze müssen von der Geschäftsleitung bestätigt werden, sind schriftlich zu dokumentieren (z.B. in Arbeits- und Organisationsanweisungen, Handbüchern) und allen betroffenen Mitarbeitern des Unternehmens über geeignete interne Wege zugänglich zu machen.

Die Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen den internen Informationsfluss und die Einrichtung und Einhaltung der internen Berichtslinien sicherstellen. Es muss eine Beschwerdemanagementfunktion eingerichtet werden, die für die Prüfung von Beschwerden zuständig ist. **Diese Aufgabe kann auch vom Compliance-Beauftragten übernommen werden** und umfasst



- alle Beschwerden objektiv und angemessen im Einklang mit den Grundsätzen und Verfahren der Beschwerdebearbeitung zu untersuchen; und
- mögliche Interessenkonflikte zu identifizieren, damit eine Beeinträchtigung der Beschwerdebearbeitung durch Interessenkonflikte vermieden wird.

Bei der **Beschwerdebearbeitung** sind Aufzeichnungen über die eingegangenen Beschwerden zu führen und Maßnahmen zu deren Lösung zu ergreifen. Es ist ein **internes Beschwerderegister** zu führen. Darin sind alle Beschwerden, ihre Bearbeitung, die getroffenen Maßnahmen sowie die abschließenden Entscheidungen ohne unnötige Verzögerung systematisch aufzuzeichnen. Das Register kann auf einen Datenträger geführt und aufbewahrt werden. Die Dauer der Aufbewahrung der Aufzeichnungen beträgt mindestens fünf Jahre.



Der Compliance-Beauftragte hat die Daten bezüglich der Beschwerden und deren Abwicklung zu prüfen, um sicherzustellen, dass alle Risiken und Probleme im Unternehmen ermittelt und behoben werden. In diesen Zusammenhang müssen z.B. die Hintergründe jeder einzelnen Beschwerde analysiert werden, um Ursachen zu ermitteln, die bestimmten Arten von Beschwerden gemein sind. Auch sind die Ursachen zu beseitigen, soweit dies sinnvoll erscheint und möglich ist. Schließlich müssen die aus der Beschwerdebearbeitung gewonnenen Erkenntnisse in das Risikomanagement einbezogen werden und sind von der internen Revision zu berücksichtigen.





### Folgende Anforderungen sind bei der Einreichung und Bearbeitung von Beschwerden zu erfüllen:

- Möglichkeit der kostenlosen Einreichung von Beschwerden
- Prüfung aller für die Beschwerde relevanten Beweismittel und Informationen
- Einfache und verständliche Kommunikation mit dem Beschwerdeführer
- Unverzögliche Reaktion auf die Beschwerde
- Erforderlichenfalls Information des Beschwerdeführers über die Gründe der Verzögerung und wann die Prüfung voraussichtlich abgeschlossen sein wird
- Mitteilung des Ergebnisses der Beschwerdebearbeitung und Hinweis auf Möglichkeit die Beschwerde an eine Stelle zur alternativen Streitbeilegung weiterzuleiten oder Erhebung einer zivilrechtlichen Klage.

Jede abschließende Antwort an den Beschwerdeführer muss in Papierform oder auf einem anderen dauerhaften Datenträger erfolgen, sofern der Beschwerdeführer nicht ausdrücklich eine nur mündliche Antwort verlangt.



### Veröffentlichung & Ablauf Beschwerdeverfahren

Detaillierten Angaben zu dem Verfahren, das bei der Abwicklung einer Beschwerde einzuhalten ist müssen veröffentlicht werden und leicht zugänglich sein (z.B. in Broschüren, Merkblättern, Vertragsunterlagen oder auf der Internetseite). Dazu gehören auch Informationen über die Grundsätze für das Beschwerdemanagement sowie die Kontaktangaben der Beschwerdemanagementfunktion. Dabei ist insbesondere auf Folgendes einzugehen:

- ▶ **Wie ist eine Beschwerde einzureichen?**  
(z.B. über die vom Beschwerdeführer beizubringenden Informationen, Kontaktdaten des Beschwerdeführers, zuständige Stelle oder Person innerhalb des beaufichtigten Unternehmens, an die die Beschwerde zu richten ist).
- ▶ **Wie ist der Ablauf des Beschwerdeverfahrens?**  
(z.B. ungefähre Bearbeitungszeiträume).
- ▶ **Gibt es zuständige Behörden oder Möglichkeiten alternativer Streitbeilegungsverfahren?**



# Beschwerdebericht

10

MiFID-II-angepasste  
MaComp

Der **Beschwerdebericht** ist einmal jährlich bis zum 01.03. für das vorangegangene Kalenderjahr zu erstatten und bei der BaFin in elektronischer Form nach deren Vorgaben zum Dateiformat und zum Einreichungsweg einzureichen. Er hat künftig folgenden **Aufbau und Pflichtinhalte** aufzuweisen:

## Abschnitt A:

- a. Die Anzahl der Beschwerden, gesamt und aufgeschlüsselt nach den einzelnen Dienstleistungen; wobei die Zuordnung einer Beschwerde zu einer Kategorie nach dem Schwerpunkt der Beschwerde erfolgt, d. h. Beschwerden sind einfach und nicht mehrfach zu zählen;
- b. jeweils in zusammengefasster Form die Angabe des Bearbeitungsstandes zum 31.12. des Kalenderjahres (aufgeschlüsselt nach Anzahl der im Kalenderjahr eingegangenen Beschwerden, Anzahl der im Kalenderjahr erledigten Beschwerden, Anzahl der zum Stichtag offenen Beschwerden, Anzahl der Beschwerden, die bereits zum 31.12. des vorhergehenden Kalenderjahrs offen waren);
- c. jeweils Angaben dazu, wie viele Beschwerden im Kalenderjahr für die Beschwerdeführer zumindest teilweise erfolgreich erledigt wurden, Anzahl von im Kalenderjahr erfolgten Kulanzzahlungen sowie im Kalenderjahr anhängige Gerichtsverfahren und Schlichtungsverfahren, die aus Beschwerden resultieren;

## Abschnitt B:

Übersicht über die Beschwerdegründe unter Angabe der jeweiligen Fallzahlen aufgeschlüsselt nach den nachfolgenden Beschwerdegründen:

- (1) „Auftragsausführung (Erfassung, Durchführung einschließlich Best Execution, Abrechnung)“,
- (2) „Aufzeichnungspflichten (z. B. Geeignetheitserklärung)“,
- (3) „Einholung von Kundeninformationen“,
- (4) „Empfehlung (Geeignetheit)“,
- (5) „Entgelte, Gebühren, Kosten, Zuwendungen“,
- (6) „Interessenkonflikte (Vermeidung, Management, Offenlegung)“,
- (7) „Risikoaufklärung“,
- (8) „Sekundärmarkt (Preisstellung, Quotierung)“,
- (9) „Verwahrung, Verwaltung“ und
- (10) „Sonstiges“.

Auch hier gilt die Zuordnung einer Beschwerde zu einem Beschwerdegrund erfolgt dabei nach dem Schwerpunkt der Beschwerde, d. h. Beschwerden sind einfach und nicht mehrfach zu zählen;

## Abschnitt C:

Angaben zu mit Beschwerden zusammenhängenden personellen und organisatorischen Konsequenzen.

Der Beschwerdebericht hat die Beschwerden von Kunden im Wertpapiergeschäft und potentiellen Kunden sowie auch solche Beschwerden zu umfassen, die bei vertraglich gebundenen Vermittlern eingehen. Die Einreichung des Beschwerdeberichts, der sämtliche Angaben entsprechend der Vorgaben enthält, hat erstmals bis zum 01.03.2020 für das Kalenderjahr 2019 zu erfolgen.

Der Bericht für das Kalenderjahr 2018 hat mindestens die nachfolgenden Angaben zu enthalten:

- ▶ Anzahl der Beschwerden
- ▶ Bearbeitungs- und Abhilfestand
- ▶ Kulanzzahlungen sowie
- ▶ Anzahl der Gerichts- und Schlichtungsverfahren.



# Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung KMU-Finanzierungen bis 8 Mio. Euro ohne Wertpapierprospekt

12

KMU-Finanzierungen  
ohne Wertpapierprospekt

Anfang April 2018 hatte die Bundesregierung den Entwurf für ein „Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ vorgelegt. Klar ist nun: Sie will die Schwelle hinsichtlich der Prospektspflicht für öffentliche Angebote von Wertpapier-Beteiligungen auf 8 Mio. Euro anheben und damit Ausnahmen von der Prospektspflicht in größtmöglichem Umfang nutzen. Regulatorisch wird so mit anderen EU-Ländern gleichgezogen und eine Benachteiligung deutscher Unternehmen vermieden - im Gesetzgebungsverfahren war dies seitens Branchenteilnehmern und Verbänden kritisch angemahnt worden. Am Ende also »good news« für kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) - Weg frei für schnellere Beteiligungsmöglichkeiten im Wertpapier-Bereich wie Genussscheine, Inhaberschuldverschreibungen und Aktien. **Am 28. Juni 2018 hat der Bundestag das Gesetz verabschiedet. Am 13. Juli 2018 wurde es im Bundesgesetzblatt verkündet.**

## CHRONOLOGIE DES GESETZGEBUNGSVERFAHRENS



### 2015 Zielsetzung Kapitalmarkt- union bis Ende 2019:

Hintergrund der gesetzgeberischen Umbrüche sind EU-Vorgaben in dem Bestreben bis Ende 2019 eine Kapitalmarktunion und einen einheitlich geregelten EU-Binnenmarkt zu schaffen. Damit sollen Finanzierungsmöglichkeiten kleiner mittelständischer Unternehmen (KMU) über die Kapitalmärkte in der Europäischen Union verbessert werden. Zentrale Frage im Gesetzgebungsverfahren war die Regelung der Prospektspflicht.



### 2017 Vorgaben der EU-Prospekt- verordnung:

Die Schwelle für die Prospektspflicht wurde bei öffentlichen Angeboten **ab dem 21. Juli 2018** auf 1 Mio. Euro festgesetzt und zwei Optionen für die Mitgliedstaaten vorgesehen. Unterhalb der Schwelle von 1 Million Euro kann es national andere verhältnismäßige Offenlegungspflichten geben - jedoch keine Prospektspflicht mehr. Zudem erlaubt die EU-Prospektverordnung, öffentliche Angebote ohne Europäischen Pass **bis 8 Mio. Euro** national von der Prospektspflicht zu befreien.



### 02/2018 Referentenentwurf des Bundesfinanz- ministeriums:

Das BMF legt seinen Entwurf am **13. Februar 2018** vor und will eine Ausnahme von der Prospektspflicht lediglich für Angebote in Deutschland mit einem Gesamtgegenwert von **bis zu 1 Mio. Euro** erlauben. Zusätzlich soll ein **drei-seitiges Wertpapier-Informationsblatt** veröffentlicht werden, dass vorab der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur Billigung übermittelt werden muss.

### Kritik von Branchenverbänden und Marktteilnehmern:

Unangemessene Benachteiligung deutscher Unternehmen gegenüber Unternehmen in anderen Mitgliedstaaten der EU, wie z.B. Frankreich, Polen oder Italien, die bislang von Möglichkeiten der Prospektausnahmen deutlich umfangreicher Gebrauch machten. Das Kernziel der Kapitalmarktunion, KMU die Finanzierung in der Union zu erleichtern, werde nicht erreicht. Kleine Wertpapieremittenten würden gegenüber Anbietern von Vermögensanlagen erheblich benachteiligt – im Vermögensanlagengesetz liege die Schwelle für die Prospektspflicht bei sog. Schwarmfinanzierungen bei 2,5 Mio. Euro.



### 04/2018 Gesetzesentwurf der Bundesregierung:

Anfang **April 2018** reagierte die Bundesregierung auf Kritikpunkte. Mit dem „Gesetzesentwurf zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze“ will sie auf EU-Ebene vorgesehene Möglichkeiten und Vereinfachungen des Marktzugangs für KMU voll ausschöpfen.



### 06/2018 Am **08. Juni 2018** hat der Bundesrat seine Stellungnahme beschlossen – mit kritischen Anmerkungen.

Am **14. Juni 2018** legte der Bundesfinanz-  
ausschuss mit weiterer Kritik nach.



### 07/2018 Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens und Verkündung.



### Im Folgenden die geplanten Anpassungen im Wertpapierprospektgesetz (WpPG):

#### Inländische Wertpapierangebote



#### Wertpapierinformationsblatt statt Prospekt

Anders als noch im Referentenentwurf, sind laut Gesetz **Wertpapierangebote in Deutschland mit einem Volumen von bis zu 8 Mio. Euro** nun **prospektfrei** möglich – unter der Voraussetzung der Veröffentlichung eines Wertpapierinformationsblattes.

Für Anbieter öffentlicher Angebote von Wertpapieren, wie z.B. Anleihen, Genussscheinen und Aktien im Inland bedeutet dies also: Sie können künftig statt eines Prospekts ein Wertpapier-Informationsblatt veröffentlichen, sofern der Gesamtgegenwert des Angebotes über einen Zeitraum von zwölf Monaten mehr als 100.000 EUR, aber weniger als 8 Mio. EUR beträgt – und: nicht bereits die Pflicht zur Veröffentlichung eines Basisinformationsblatts besteht. (Andere bisherige Prospektausnahmen bleiben weitgehend unberührt).

#### Das Wertpapierinformationsblatt

- neu eingeführt als Informationsquelle für die Anlageentscheidung (Anlegerschutz) und angelehnt an das Vermögensanlagen-Informationsblatt nach Vorgaben des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG)
- darf erst veröffentlicht werden, wenn die BaFin die Veröffentlichung gestattet
- Umfang:** nicht mehr als drei DIN-A4-Seiten
- Inhalt:** die wesentlichen Informationen über Wertpapiere, Anbieter, Emittenten und etwaige Garantiegeber in übersichtlicher und leicht verständlicher Weise enthalten (Gesetz regelt Katalog der relevanten Mindestinformationen und Reihenfolge)
- BaFin prüft auf Vollständigkeit und auf Einhalten der Reihenfolge der erforderlichen Angaben, nicht aber auf inhaltliche Richtigkeit.
- BaFin hat dem Anbieter innerhalb von zehn Werktagen nach Eingang mitzuteilen, ob sie die Veröffentlichung gestattet

- muss bestimmte Hinweise bzgl. Risiken des Wertpapiers, Nichtvorliegen eines Prospekts sowie Umfang der BaFin-Prüfung des Wertpapierinformationsblatts enthalten.

#### Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger bei Emissionsvolumen ab 1 Mio. EUR

Um nicht qualifizierte Anleger zu schützen, sind Wertpapier-Emissionen ab 1 Mio. EUR nur unter folgenden Voraussetzungen ohne Prospekt möglich:

- die Wertpapiere dürfen **ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen** vermittelt werden.
- Und es sind folgende Einzelanlageschwellen zu beachten, d.h. das **Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss prüfen**, ob der Gesamtbetrag der Wertpapiere, die von einem nicht qualifizierten Anleger erworben werden können, folgende Beträge nicht übersteigt:





Wertpapier-  
informations-  
blatt?

14

KMU-Finanzierungen  
ohne Wertpapierprospekt

Die Einstufung der Anleger, die für Anleger maximal zulässigen Zeichnungsbeträge und die vom Anleger beizubringenden Einkommensnachweise orientieren sich dabei am Vermögensanlagenrecht und den für Schwarmfinanzierungen nach VermAnlG geltenden Grenzen.

### ERLEICHTERUNGEN FÜR BEREITS AM MARKT ZUGELASSENE KREDITINSTITUTE UND EMITTENTEN

Emittenten, deren Aktien bereits zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind und CRR-Kreditinstitute (Unternehmen, deren Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren) müssen weiterhin keinen Prospekt und auch kein Wertpapier-Informationsblatt für öffentliche Wertpapierangebote veröffentlichen, wenn der Verkaufspreis weniger als 5 Mio. Euro beträgt.

### GRENZÜBERSCHREITENDE ANGEBOTE – EU-PASS



Wenn Emittenten für grenzüberschreitende Angebote von dem Europäischen Pass profitieren wollen, müssen sie nach der EU-Prospektverordnung bereits ab 1 Mio. EUR einen Prospekt erstellen und billigen lassen, der dann in andere Mitgliedstaaten notifiziert werden kann.

#### Anpassungen in anderen Gesetzen:

Im Vermögensanlagengesetz gibt es Anpassungen der Regelungen zum Vermögensanlagen-Informationsblatt, zu seiner Veröffentlichung und der Bußgeldtatbestände. Im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) wird klargestellt, dass neben einem Wertpapier-Informationsblatt nicht zusätzlich ein Produktinformationsblatt erstellt werden muss.



### KRITIKPUNKTE, die NICHT

**Bemessungsgrundlage** Bei der Anhebung der Prospektfreiheits-Schwelle auf 8 Mio. Euro legte bereits der Gesetzentwurf eine Bemessung vom „Gesamtgegenwert“ und nicht mehr vom „Verkaufspreis der angebotenen Wertpapiere“ zugrunde. Der Bundesrat hielt dies für ein redaktionelles Versehen, da bis dato der „Verkaufspreis“ - auch in der Praxis der Behörden, Emittenten und Anleger bewährte - Berechnungsgrundlage gewesen war.

**Unterschiedliche Schwellenwerte** Für börsennotierte Emittenten und Banken soll ein niedrigerer Schwellenwert (5 Mio. Euro) als für übrige Emittenten gelten. Der Bundesrat monierte, die unterschiedlichen Schwellenwerte seien ungerechtfertigt, da Unternehmen regelmäßig deutlich geringer reguliert seien als Banken und börsennotierte Emittenten. Seine Forderung war deshalb: ein Gleichlauf für prospektfreie Emissionen bis 8 Mio. Euro für alle Emittenten. Auch Kreditwirtschaft und BVI hielten die unterschiedlichen Schwellenwerte für nicht sachgerecht und kontraproduktiv in Hinblick auf Erleichterungen für kleine Institute.



unterschiedliche  
Schwellen-  
werte?

# Kritik und Ausblick

Einzelanlage-  
schwellen

## berücksichtigt wurden:

**Einzelanlageschwellen** Der Bundesrat hielt dies für eine unnötige Verschärfung der EU-Prospektverordnung“. Einzelanlageschwellen würden der Intention des europäischen Gesetzgebers zuwiderlaufen, das Kapitalmarktangebot für Privatanleger zu erweitern. Die Entscheidungshoheit von Privatanlegern würde eingeschränkt und der Erwerb von bewährten Standardprodukten wie Inhaberschuldverschreibungen limitiert, deren Risiko für Privatanleger überschaubar und verständlich sei – insbesondere, wenn zuvor eine Beratung stattgefunden habe. Auch die Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz wollte Anleger selbstbestimmt entscheiden lassen, welche Investitionen er tätigen möchte. Die Kreditwirtschaft sprach sogar von Entmündigung der Anleger. Außerdem würden die Überprüfungen der Vermögens- und Einkommensverhältnisse der Kunden einen erheblichen Verwaltungsaufwand bedeuten.

**Wertpapierinformationsblatt** Die Gruppe Deutsche Börse sprach sich gegen das geplante Informationsblatt aus. Die Pflicht zur Erstellung und Genehmigung eines Wertpapierinformationsblattes errichte zusätzlich neue administrative Hürden für KMU. Der Aufwand sei angesichts der kleinen Emissionen nicht angemessen und für Zwecke des Anlegerschutzes nicht zielführend.

## FAZIT & AUSBLICK:

Deutsche KMU können künftig in vollem Umfang von der **Prospektbefreiung bis zu 8 Mio. EUR** Gebrauch machen. Dies stärkt ihre Wettbewerbsfähigkeit in der EU. Dem Anlegerschutz wird durch das Wertpapier-Informationsblatt Rechnung getragen.

**Problematisch** werden dürfte die praktische Umsetzung der Vorgaben für prospektfreie Wertpapierangebote an nicht qualifizierte Anleger (Emissionsvolumen ab 1 Mio. EUR). Zum einen bedeutet die Vorgabe, dass Wertpapiere ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden dürfen, im Umkehrschluss, dass ein **Eigenvertrieb** wohl **ausgeschlossen** ist. Der Vertrieb darf nur über KWG-lizenzierte Finanzdienstleistungsinstitute erfolgen, nicht über freie Vermittler mit Zulassung nach § 34f Gewerbeordnung. Zum anderen stellt sich die Frage, wie der Vertrieb den Aufwand der **Überprüfung der Einhaltung der Schwellenwerte** bewältigen soll.

Die Möglichkeit künftig mit einem Angebot von Wertpapierbeteiligungen an den Markt zu gehen, wenn vorab - statt eines umfangreichen und kostspieligen Prospektes - lediglich ein Wertpapierinformationsblatt veröffentlicht werden muss, wird voraussichtlich einige Anbieter, die bislang noch Vermögensanlagen nach dem VermAnlG vertrieben haben, dazu veranlassen, mit weniger Aufwand Wertpapiere anzubieten. Dies gilt sicherlich auch für Anbieter, die aufgrund des Aufwandes einer Prospekterstellung bislang gar nicht an den Markt gekommen waren. Das BMF sprach in der Begründung seines Referentenentwurfes von einer

» Verschiebung weg von Vermögensanlagen hin zu Wertpapieren. «

# EU-Crowdfunding-Verordnung macht den Weg für KMU-Finanzierung in der Gründungsphase

16

Crowdfunding

**Kapitalmarktunion heißt das Motto – dies hatte das EU-Parlament bereits am 09. Juli 2015 beschlossen. O-Ton: ...es soll „durch die Kapitalmarktunion ein angemessenes regulatorisches Umfeld geschaffen werden, das den grenzüberschreitenden Zugang zu Informationen über die Unternehmen, die sich um Kredit-, Quasi-Eigenkapital- und Eigenkapitalstrukturen bemühen, verbessert, um das Wachstum von Nichtbanken-Finanzierungsmodellen, einschließlich Schwarmfinanzierung und Partnerkrediten, zu fördern.“**

(\*Quelle: Entschließung des Europäischen Parlaments vom 09. Juli 2015 zur Schaffung einer Kapitalmarktunion (2015/2634(RSP)), Ziffer 47).

## ZIEL Nr. 1: Finanzierungserleichterungen für KMU

Nun ist es soweit: Mit der Crowdfunding-Verordnung will die EU das so genannte Crowdfunding (Schwarmfinanzierung) für grenzüberschreitende Kampagnen regeln und den Plattformen ermöglichen, ihre Tätigkeiten auf den gesamten europäischen Markt auszuweiten, damit Start-ups und KMU Zugang zu alternativen Kapitalquellen erhalten. Damit leistet die EU einen wichtigen Beitrag zur Vervollständigung der Kapitalmarktunion.

### Status quo Crowdfunding

Tatsächlich etabliert sich Crowdfunding derzeit zunehmend als wichtiger Teil der Finanzierung für Start-ups und Jungunternehmen. Diese rekrutieren ihr Kapital in der Regel zunächst von Familie, Freunden und aus Eigenmitteln, bis in späteren Entwicklungsphasen Risikokapital- oder sogar Private-Equity-Fonds beginnen, sich zu beteiligen. Allein in Deutschland wurden in 2017 insgesamt 653 Schwarmfinanzierungen nach dem Vermögensanlagegesetz gestartet.

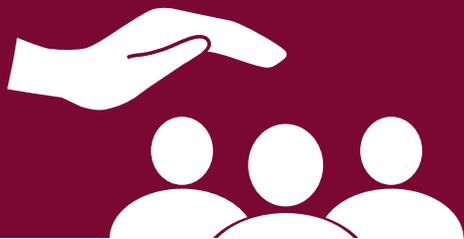
### Interaktion über Online-Plattform

Crowdfunding stützt sich also meist auf relativ kleine Investitionsbeträge einer großen Zahl von Personen oder Organisationen. Dabei interagiert ein Crowdfunding-Dienstleister mit seinen Kunden über eine digitale Plattform, um potenzielle Investoren mit Unternehmen zusammenzubringen, die sich Finanzmittel beschaffen wollen. Die Finanzierung kann über einen Kreditvertrag, einen Kapitalanteil oder einen sonstigen übertragbaren wertpapiergestützten Anteil erfolgen.

An Crowdfunding-Dienstleistungen sind in der Regel drei Arten von Akteuren beteiligt:

- der Projektträger, der das zu finanzierende Projekt vorschlägt,
- Investoren, die das vorgeschlagene Projekt meist mit jeweils relativ geringen Investitionsbeträgen finanzieren, und
- ein Dienstleister als Mittlerorganisation, der die Projektträger und Investoren auf einer Online-Plattform zusammenbringt.





## ZIEL Nr. 2: Investorenschutz

### Vermittlung von Nachrangdarlehen und Totalverlustrisiken

Derzeit werben in Deutschland Crowdfunding-Dienstleister in der Regel von institutionellen und privaten Investoren Kapital für die Darlehensfinanzierung von Projekten oder Geschäftsideen über Online-Portale ein. Dabei vermittelt der Crowdfunding-Dienstleister die Darlehen der Anlegerinnen und Anlegern an die Darlehensschuldner. Bei diesen Finanzanlagen handelt es sich meist um Nachrangdarlehen mit entsprechenden Zins- und Rückzahlungszusagen.

Diese Finanzierungsform birgt wegen der fehlenden Besicherung der Darlehen ein Totalverlust-Risiko hinsichtlich des eingesetzten Kapitals im Falle des Scheiterns der Projekte/ Geschäftsideen.

### Schutzinteressen von Kleinanlegern

Der Verordnungsvorschlag berührt also auch die finanziellen Interessen von Kleinanlegerinnen und Kleinanlegern. In ähnlicher Zielrichtung unterwegs war bereits das Kleinanlegerschutzgesetz aus 2015 mit zahlreichen Verbraucherschutzvorschriften im Vermögensanlagengesetz.

Diese Regelungen beruhen auf einer sorgfältigen Abwägung der Finanzierungsinteressen der betroffenen Unternehmen einerseits und der Anlegerschutzinteressen andererseits. Dies betrifft insbesondere die **Schwellenwerte der Investitionen von Kleinanlegerinnen und Kleinanlegern**.

So werden Online-Portale im VermAnlG unter anderem verpflichtet, bei Crowdfunding ohne Prospektspflicht nur bestimmte **Höchstanlagesummen** an die Unternehmen zu vermitteln und potenzielle Anleger in der **Werbung** für Crowdfunding frühzeitig über bestehende **Risiken** zu informieren. Auch müssen die **Plattformbetreiber** seit Mitte 2017 **unabhängig** von den kapitalnehmenden Unternehmen sein, damit mögliche Interessenkonflikte des Plattformbetreibers von Anfang an vermieden werden.

Auch in anderen EU-Mitgliedstaaten existieren vergleichbare Vorschriften zum Kleinanlegerschutz für Crowdfunding-Projekte und scheinen sich ebenfalls in der Praxis bisher bewährt zu haben.



## ZIEL Nr. 3: EU-weit einheitliche Regulierung

### Status quo: Jeder Mitgliedstaat macht seins

Einige Mitgliedstaaten verfügen bereits über auf den nationalen Markt abgestimmte Crowdfunding-Regelungen – abgestimmt auf die Merkmale und Erfordernisse der lokalen Märkte und Investoren. Konsequenz: Es gibt Unterschiede in den nationalen Vorschriften, was die Betriebsbedingungen für Crowdfunding-Plattformen, den zulässigen Tätigkeitsumfang und die Voraussetzungen für die Zulassung betrifft.

Diese Unterschiede erschweren die grenzübergreifende Erbringung von Crowdfunding-Dienstleistungen und das Funktionieren eines entsprechenden Binnenmarktes.

Die Tatsache, dass rechtliche Rahmenbedingungen national variieren, führt bei Kleinanlegern zu Ungewissheit, Suchaufwand und wenn sie Risiken ausschließen wollen, zu erheblichen Beratungs-Kosten – unverhältnismäßig hoch angesichts des regelmäßig geringen Umfangs der Investition. In der Konsequenz schrecken Investoren oft davor zurück, auf Crowdfunding-Plattformen grenzübergreifend zu investieren. Gleichzeitig führen diese Unterschiede auch für Anbieter von Plattformen je nach Standort zu ungleichen Wettbewerbsbedingungen. Crowdfunding-Tätigkeiten beschränken sich daher bisher noch immer weitgehend auf den nationalen Markt, was den Aufbau eines unionsweiten Crowdfunding-Markts behindert und den Zugang der Unternehmen zu Crowdfunding-Dienstleistungen erschwert.



# EU-Vorschlag

18

Crowdfunding

## EU-Vorschlag

Der EU-Vorschlag wählt einen Regulierungsansatz für Plattformbetreiber und keine Produktaufsicht. Die Verordnung enthält Bestimmungen für den Betrieb und die Organisation von Crowdfunding-Dienstleistern, deren Zulassung und Beaufsichtigung sowie Transparenz- und Marketingmitteilungen in Bezug auf die Erbringung von Crowdfunding-Dienstleistungen in der Union.

Im Interesse eines wirksamen Investorenschutzes unter Berücksichtigung der mit Crowdfunding-Investitionen verbundenen Risiken legt der EU-Vorschlag die **Schwelle für den maximalen Wert jedes Crowdfunding-Angebots auf 1.000.000 EUR** fest. D.h. die Verordnung soll nur für Crowdfunding-Angebote mit einem Gesamtgegenwert von bis 1.000.000 EUR je Crowdfunding-Angebot gelten, wobei dieser Gegenwert über einen Zeitraum von 12 Monaten in Bezug auf ein bestimmtes Crowdfunding-Projekt berechnet wird. Nach der Prospektverordnung (EU)2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates muss ab diesem Betrag auch ein Prospekt erstellt und genehmigt werden.

### Optionale ESMA-Zulassung

Crowdfunding-Dienstleister erhalten die Wahlmöglichkeit eine einheitliche, unionsweite Zulassung zu beantragen und ihre Tätigkeiten im Einklang mit diesen einheitlichen Anforderungen auszuüben – oder ihre Dienstleistungen weiterhin ausschließlich nach anwendbarem nationalem Recht zu erbringen. Die Aufsicht der Crowdfunding-Dienstleister soll bei der ESMA liegen.

### Weitere Anforderungen

Crowdfunding-Dienstleister sollen über Vorschriften verfügen, die eine professionelle und transparente Auswahl der Projekte und Erbringung der Crowdfunding-Dienstleistungen sicherstellen. Das impliziert **Regelungen für die Unternehmensführung**, die eine wirksame und



umsichtige Geschäftsleitung sicherstellen. Für Mitglieder der Geschäftsleitung sind guter Leumund und ausreichende Kenntnisse und Berufserfahrung Voraussetzung. Gewährleistet werden muss ein **angemessenes Risikomanagement** und die Vermeidung von Interessenkonflikten. Zudem sollten Crowdfunding-Dienstleister **Verfahren für die Entgegennahme und Bearbeitung von Kundenbeschwerden** einführen.

Crowdfunding-Dienstleister sollen **Ermessensbefugnisse erhalten**, um im Namen ihrer Kunden Kundenaufträge besser ausüben zu können, solange sie alles Erforderliche unternehmen, um das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden zu erzielen, und die genaue Methode und die Parameter dieser Ermessensbefugnis offenlegen.

Um sicherzustellen, dass Crowdfunding-Dienstleister ihre Leistungen neutral anbieten, dürfen diese **keine Vergütung, keinen Nachlass und keinen nichtmonetären Vorteil** dafür erhalten bzw. gewähren.

Zur **Vermeidung von Interessenkonflikten** dürfen Crowdfunding-Dienstleister, die Mitglieder ihrer Geschäftsleitung und ihre Beschäftigten **keine finanzielle Beteiligung an den Crowdfunding-Angeboten** auf ihren Plattformen halten. Anteilseigner mit mindestens 20% der Kapitalanteile oder Stimmrechte, die Mitglieder der Geschäftsleitung und die Beschäftigten sowie alle Personen, die Crowdfunding-Plattformen direkt oder indirekt kontrollieren, dürfen hinsichtlich der auf der Crowdfunding-Plattform angebotenen Dienstleistungen nicht als Kunden auftreten.



# Stellungnahme Bundesrat

## Stellungnahme Bundesrat

### Richtlinie mit EU-weit einheitlichen Mindeststandards

In seiner Stellungnahme vom 27. April 2018 kritisiert der Bundesrat den von der EU-Kommission gewählten Ansatz paralleler Regulierungs- und Aufsichtsregime. Dies laufe dem angestrebten einheitlichen Rechtsrahmen zuwider und führe zu Konkurrenz zwischen nationalem Rechtsrahmen und nationaler Aufsicht einerseits und dem entsprechenden EU-Regime andererseits. In der Folge würden sich Crowdfunding-Dienstleister – zum Nachteil der Investoren – immer für die für sie günstigste Variante entscheiden und der Crowdfunding-Markt fragmentiert bleiben. Problematisch seien die Unterschiede auch für Gesellschaften mit Sitz in unterschiedlichen Mitgliedstaaten.

Daher spricht er sich für einen alleingültigen EU-weit einheitlichen Rechtsrahmen zur Einführung von Mindeststandards aus, der den Prinzipien der Proportionalität und Verhältnismäßigkeit Rechnung trägt – ggf. sei eine Richtlinie ausreichend.

### ESMA-Aufsicht und ESMA-Zulassung

Die ESMA-Aufsicht über Crowdfunding-Dienstleister wird positiv bewertet. Um nach außen erkennbar zu machen, wer in welchem Bereich agiert, sei es aber notwendig, von der ESMA zugelassene Crowdfunding-Dienstleister durch eine entsprechende Bezeichnung von sonstigen Crowdfunding-Dienstleistern und Emittenten zu unterscheiden.

Der Bundesrat spricht sich außerdem für eine **Produktauf-sicht der ESMA** aus. D.h. die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) soll die Vollständigkeit, Verständlichkeit und Plausibilität der Basisinformationsblätter vor der Veröffentlichung des Angebots prüfen. Das Basisinformationsblatt solle grundsätzlich auch in der Amtssprache des Staates, in dem Investoren geworben werden, zur Verfügung gestellt werden.



### Anlegerschutz à la VermAnlG

Aus Sicht des Bundesrates sollten die europäischen Regelungen den Vorschriften des Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG) entsprechen. Die dortigen Schwellenwerte der Höchstanlagesummen für Schwarmfinanzierungen, die keiner Prospektpflicht unterliegen, von 1.000 Euro pro Projekt beziehungsweise unter bestimmten Voraussetzungen von 10.000 Euro pro Projekt böten dafür eine geeignete Grundlage. Gleiches gelte für die Regelungen zur Werbung.

Wie im VermAnlG müssten Widerrufsrecht und effektive Haftung wegen unrichtiger oder irreführender Basisinformationen gewährleistet sein. Vorschlag: Einführung eines **Haftungstatbestandes für Crowdfunding-Plattformbetreiber** bei Verstößen gegen die ihnen obliegenden Informationspflichten - im EU-Recht oder nationalen Rechtsordnungen.

### Einbeziehung von Wertpapierfirmen

Der Bundesrat hat darüber hinaus angeregt zu prüfen, ob nicht auch Wertpapierfirmen in den Anwendungsbereich der Verordnung einbezogen und insbesondere den Vorschriften hinsichtlich Transparenz und Kenntnisprüfung sowie Marketingmitteilungen des Verordnungsvorschlags unterworfen werden könnten, wenn sie Crowdfunding-Dienstleistungen grenzüberschreitend im Binnenmarkt anbieten.

**Weiteres Prozedere:** Nachdem der Bundesrat ordnungsgemäß angehört wurde, wird das EU-Parlament über den endgültigen Vorschlag beschließen.



# Anfang Mai hat die BaFin ihren Jahresbericht ein Überblick über die Entwicklung des außerb

20

Marktüberblick

Die veröffentlichten Kennzahlen machen Folgendes deutlich: Am außerbörslichen Kapitalmarkt ist die Anzahl der von der BaFin zugelassenen Marktteilnehmer in den letzten Jahren konstant geblieben, während die Anzahl der „nur“ überwachten Teilnehmer und die der außerbörslichen Kapitalanlageprodukte stetig gestiegen ist. Beim Blick auf die Kapitalanlageprodukte ist eine eindeutige Tendenz hin zu prospektfreien Angeboten über das Internet (Crowdfunding) erkennbar. Zu erwarten ist, dass sich dieser Trend in den kommenden Monaten mit der Einführung prospektfreier Wertpapierangebote bis zu Euro 8 Mio. weiter verstärken wird.

## Entwicklungen bei den Marktteilnehmern

Der Marktaufsicht der BaFin unterliegen zum einen **auf Produktgeberseite** die Verwalter alternativer Investmentfonds (Kapitalverwaltungsgesellschaft) - seit 2013 nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) und zum anderen **auf Vertriebsseite** Finanzdienstleister mit einer Erlaubnis nach § 32 Kreditwesengesetz (KWG).

### KVGen

Bei den Kapitalverwaltungsgesellschaften wiederum ist zwischen den **zugelassenen KVGen** einerseits und den **registrierten KVGen** andererseits zu unterscheiden. Während zugelassene KVGen hohe Anforderungen an die Zulassung und die Organisation des laufenden Geschäftsbetriebes erfüllen müssen, sind für eine bloße Registrie-

rung deutlich geringere Voraussetzungen zu erfüllen. Diese Zweiteilung der Aufsichtsregime spiegelt sich auch bei den Marktteilnehmern wider:

Die Gesamtanzahl der zugelassenen Kapitalverwaltungsgesellschaften blieb in 2017 mit 136 konstant - Neuzulassungen hielten sich mit Rückgaben der Zulassung die Waage. Daneben registrierten sich bis Ende 2017 insgesamt weitere 52 KVGen nach § 44 KAGB (in 2016 waren es 50; 2015: 73; in 2014: 143). Die Zahl der insgesamt registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften lag damit unter Berücksichtigung von Rückgaben und Vollzulassungen Ende 2017 bei 314 (in 2016: 260; 2015: 218; in 2014: 143). Das Verhältnis von zugelassenen KVGen zu registrierten KVGen beträgt somit 30:70.

Da in 2014 - dem ersten Jahr nach Einführung der Zulassungspflicht nach dem KAGB - das Verhältnis noch 113 zugelassene zu 143 registrierten KVG und damit 44:56 betrug, ist unschwer zu erkennen, dass sich ein Großteil der deutschen Investmentfondsverwalter gegen eine umfassende Aufsicht der BaFin entscheidet. Hintergrund ist offenbar, dass den **höheren Kosten für Zulassung und laufende Aufsicht** - in ihren Augen - **kein ausgleichender Wettbewerbsvorteil** im Vertrieb an potenzielle Anleger gegenübersteht. Die Gesamtanzahl der KVGen hat sich seit 2014 allerdings um 60% auf 450 in 2017 erhöht.



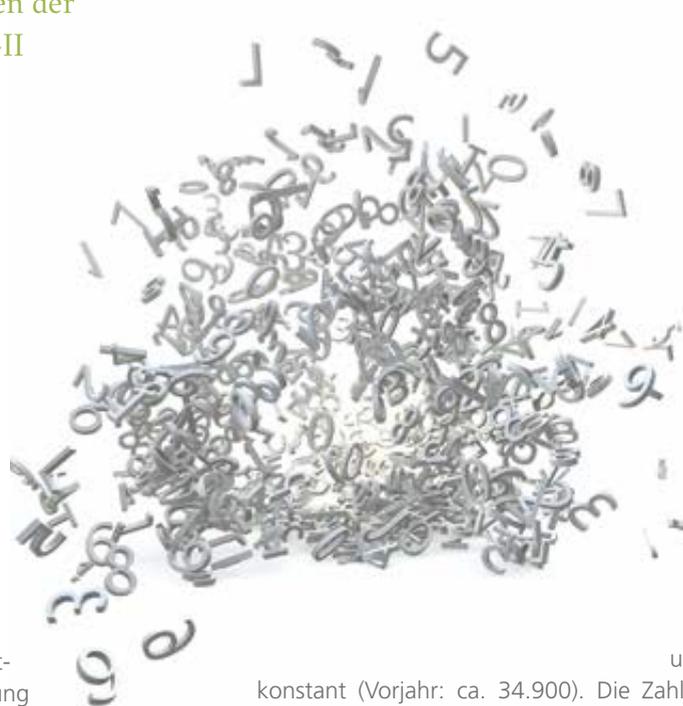


...in 2017 - auch nicht den von einigen  
Marktteilnehmern wegen der  
Umsetzung von MiFID-II  
befürchteten Rückgang  
von KWG-lizenzierten  
Vermittlern...

## Finanzdienstleistungs- institute

Zwar ist - anders als bei den KVGEn - bei den zugelassenen Finanzdienstleistungsinstituten keine Tendenz für eine ständige Erhöhung der Anzahl der von der BaFin beaufsichtigten Institute erkennbar. Es gab aber - zumindest in 2017 - auch nicht den von einigen Marktteilnehmern wegen der Umsetzung von MiFID-II befürchteten Rückgang von KWG-lizenzierten Vermittlern. Die Zahl der Erlaubnisbeendigungen blieb mit 29 im Verhältnis zu 2016 (27) nahezu konstant.

Konkret bedeutet dies: Ende 2017 beaufsichtigte der Geschäftsbereich Wertpapieraufsicht/ Asset-Management der BaFin 722 Finanzdienstleistungsinstitute (Vorjahr: 708). Unter seiner Aufsicht standen daneben 106 inländische Zweigstellen ausländischer Unternehmen (Vorjahr: 94). 45 Unternehmen beantragten 2017 die Erlaubnis, Finanzdienstleistungen zu erbringen (Vorjahr: 32). 12 Finanzdienstleistungsinstitute beantragten, ihre Erlaubnis für die Erbringung von zusätzlichen Finanzdienstleistungen zu erweitern (Vorjahr: 8). Im Verhältnis zu 2015 stieg damit die Zahl der zugelassenen Finanzdienstleistungsinstitute von 674 um ca. 7%.



Die Zahl der vertraglich gebundenen Vermittler belief sich zum Jahresende 2017 auf ca. 34.900 und blieb damit

konstant (Vorjahr: ca. 34.900). Die Zahl der haftenden Unternehmen reduzierte sich 2017 nur leicht von 188 auf 179. Bei längerfristiger Betrachtung im Verhältnis zu 2015 fiel deren Anzahl allerdings um ca. 10% - und wird sich voraussichtlich auch in 2018 weiter reduzieren. Denn Im Zuge der Umsetzung der MiFID II dürfen haftende Unternehmen seit dem 03. Januar 2018 nur noch vertraglich gebundene Vermittler mit Sitz im Inland in das Vermittler-Register eintragen.

...Zahl der vertraglich gebundenen  
Vermittler wird sich voraussichtlich  
auch in 2018 weiter reduzieren...



# Entwicklung bei den Produkten

22

Marktüberblick

## Entwicklungen bei den Produkten

Bei den außerbörslichen Kapitalanlageprodukten kann die Marktentwicklung am besten anhand der drei Produktgattungen Investmentfonds, Wertpapiere und Vermögensanlagen nachvollzogen werden.

### Investmentfonds

Für die in 2017 neu aufgelegten Investmentfonds enthält der Jahresbericht der BaFin nur Angaben in Bezug auf die **Publikumsinvestmentvermögen**, also Produkte, die auch Privatanlegern angeboten werden können. Für die Spezial-AIF – also Fonds, die ausschließlich professionellen und semi-professionellen Anlegern angeboten werden können – wird lediglich die Gesamtanzahl (4.032 Spezial-AIF) und das verwaltete Vermögen (Euro 1,564 Mrd) angegeben (in 2016: Euro 1,457 Mrd.).

Die BaFin genehmigte in 2017 insgesamt 138 (in 2016: 151; in 2015: 230; in 2014: 87) neue Publikumsinvestmentvermögen - davon 96 (in 2016: 99, in 2015: 121; in 2014: 57) OGAW, sieben (in 2016: zwölf; 2015: 36; in 2014: sieben) offene Publikums-AIF und 24 (in 2016: 40;



2015: 73; in 2014: 23) geschlossene Publikums-AIF. Die Neu-Angebote im Bereich der geschlossenen Publikums-AIF erreichten somit nur 60% des Vorjahresniveaus. Aus diesen Zahlen und der Tatsache, dass die Anzahl der registrierten KVGen signifikant gestiegen ist, kann gefolgert werden, dass die registrierten KVGen hauptsächlich Spezial-AIF und keine Publikums-AIF auflagen und vertreiben. Die Anzahl neuer geschlossener Investmentfondsprodukte für Privatanleger hält sich deshalb in einem überschaubaren Rahmen.

Da fünf Jahre nach Inkrafttreten des neuen KAGB die Verwaltungsauffassung der BaFin zu der Frage, unter welchen Voraussetzungen ein Kapitalanlageangebot als Investmentfonds eingestuft werden kann, gefestigt ist, wird die Anzahl der geschlossenen Publikums-Investmentfonds auch in den nächsten Jahren vermutlich nicht signifikant zunehmen. Denn ein Teil der Marktteilnehmer wird sich – vorrangig unter Kostengesichtspunkten - im Rahmen der Strukturierung neuer Produkte bewusst gegen die Auflage eines Investmentfonds und für die Auflage einer Vermögensanlage oder die Nutzung von Ausnahmetatbeständen des KAGB (z.B. Holdingprivileg) entscheiden.



...eine eindeutige Tendenz hin  
zu prospektfreien Angeboten  
über das Internet (Crowdfunding)  
erkennbar...

### Vermögensanlagen

Bei den Vermögensanlagen war in 2017 eine geteilte Tendenz erkennbar. Zunächst ist die Anzahl der **Prospektbilligungsanträge** nach dem Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) im Verhältnis zum Vorjahr um über 30% gesunken. In 2017 **prüfte die BaFin insgesamt 121** (in 2016: 179; in 2015: 123; in 2014: 104; in 2013: 257; in 2012: 412; in 2011: 456; in 2010: 535) Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte, von denen sie in 2017 **insgesamt 93 billigte** (in 2016: 77; in 2015: 50; in 2014: 53; in 2013: 197; in 2012: 308; in 2011: 342; in 2010: 400). Die Billigungsquote stieg damit deutlich von ca. 43% auf ca. 77%.

Weiterhin wurden für die prospektfreien **Schwarmfinanzierungen** 653 (Vorjahr: 263) Vermögensanlagen-Informationsblätter bei der BaFin hinterlegt oder gebilligt. Damit betrug die von der BaFin erfasste Anzahl von neuen Vermögensanlagenangeboten insgesamt 774, wovon ca. **84% auf prospektfreie Schwarmfinanzierungen** entfielen. Die von dem Gesetzgeber Mitte 2017 eingeführte Pflicht, wonach die VIB zu billigen sind und die Internetdienstleistungsplattform unabhängig vom Produktgeber sein muss, führten also nicht zu einer Verringerung der Gesamtanzahl der Schwarmfinanzierungsangebote.

Insgesamt erreichte die Anzahl der Angebote von Vermögensanlagen in 2017 ungefähr das Niveau von 2005. Damals war die allgemeine Prospektspflicht für Vermögensanlagen eingeführt worden. Während in 2005 noch Prospekte für Kommanditanteile den Großteil der Angebote ausmachten, waren es in 2017 Prospekte für Nachrangdarlehen.

### Wertpapierprospekte

Bei den von der BaFin für Wertpapierprospekte veröffentlichten Zahlen ist nur ein mittelbarer Rückschluss auf die Entwicklungen am außerbörslichen Kapitalmarkt möglich. So wurden in 2017 insgesamt 1.405 Wertpapierprospekte, Registrierungsformulare und Nachträge nach dem Wertpapierprospektgesetz gebilligt. Bei 254 der 301 im Jahr 2017 gebilligten Wertpapierprospekte handelte es sich laut BaFin um Prospekte von Großemittenten (Banken, Sparkassen) für deren Emissionsprogramme. Deshalb entfielen 47 auf andere Emittenten als Großemittenten. Nicht erfasst sind dabei die Angebote für Anleihen, bei denen der Prospekt von einer ausländischen Behörde zunächst gebilligt und dann nach Deutschland notifiziert worden ist.

Da im Juli diesen Jahres eine Änderung des Wertpapierprospektgesetzes ansteht, mit der die Grenze für prospektfreie Angebote auf Euro 8 Mio. angehoben werden soll, erwarten wir für die zweite Jahreshälfte in 2018 eine steigende Anzahl von prospektfreien Wertpapierangeboten. Die Voraussetzungen, für prospektfreie Wertpapierangebote sind an die Voraussetzungen für Schwarmfinanzierungsangebote nach dem VermAnlG angelehnt. Wesentlicher Unterschied ist aber, dass die prospektfreien Angebote nicht auf Angebote über das Internet beschränkt werden sollen. Der Gesetzgeber hofft durch die Regelung die Attraktivität von Wertpapierangeboten zu erhöhen und gleichzeitig die Anzahl der Schwarmfinanzierungsangebote mittels Nachrangdarlehen und Direktinvestitionen nach dem VermAnlG zu verringern. Ob dieses Ziel erreicht wird, hängt maßgeblich davon ab, ob sich genügend KWG-lizenzierte Finanzdienstleister bereit erklären, prospektfreie Wertpapierangebote zu vermitteln. Denn anders als bei den Angeboten nach dem VermAnlG dürften Wertpapierangebote nur von KWG-Vermittlern und nicht von Vermittlern mit einer Erlaubnis nach § 34f GewO vermittelt werden.



**GK-law.de**

Gündel & Katzorke Rechtsanwälts GmbH

## Impressum:

Herausgeber

**Gündel & Katzorke  
Rechtsanwalts GmbH**

Theaterplatz 9  
37073 Göttingen

Tel.: +49 551 789669-0  
Fax: +49 551 789669-20

E-Mail: [info@gk-law.de](mailto:info@gk-law.de)  
Internet: [www.gk-law.de](http://www.gk-law.de)

---

Geschäftsführung

**Dr. Matthias Gündel  
Björn Katzorke**

---

Konzeption & Redaktion

**Christina Gündel**

---

Druck

**Goltze Druck GmbH & Co. KG**  
Hans-Böckler-Straße 7  
37079 Göttingen

Stand: 16.07.2018