

# Annäherungsversuche

Crowdinvesting-Plattformen wollen mit Finanzvertrieben zusammenarbeiten. Noch gibt es dafür keine tragfähigen Konzepte, aber viele ungeklärte Fragen.

**D**er lahme Verkauf von Sachwertinvestments ist für viele darauf spezialisierte Berater zu einem Existenzproblem geworden. Die Kunden verweigern beharrlich die Beteiligung an geschlossenen Fonds, woran auch die mittlerweile schärfere Regulierung dieses Bereichs bislang nichts ändern konnte. Um die Anleger aufs Neue zu begeistern und selbst wieder Geld zu verdienen, müssen Finanzberater wohl neue Ideen entwickeln. Das derzeit immer populärer werdende Konzept des Crowdinvesting drängt sich hier auf, allerdings existieren bisher nur wenige Schnittstellen zwischen diesen Mikroinvestments und dem Vertrieb. Das Hauptproblem

Carl von Stechow, Geschäftsführer der Immobilieninvestmentplattform Zinsland: „Es sind Modelle in alle Richtungen denkbar.“



besteht darin, dass die Anleger direkt über das Internet investieren können. Für professionelle Finanzberater stellt das eine Herausforderung dar, denn Internetdirektvertrieb und persönliche Beratung sind nicht kompatibel. Außerdem werden

bei Crowdinvestments bevorzugt Finanzierungsvehikel verwendet, die unter anderem wegen der Prokon-Pleite einen schlechten Ruf haben. Gemeint sind Nachrangdarlehen, partiarische Darlehen und Genussrechte, die bis zum Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes (siehe auch Seite 155) weitgehend unregulierte Finanzprodukte sind. Und so gesehen hätten die Berater hier reichlich Arbeit. Finanzdienstleister, die sich für das Thema Crowdinvesting interessieren, erkennen aber bald, dass sie es mit einem ganzen Paket an Problemstellungen zu tun haben.

## Schwierige Umsetzung

Diese Finanzierungsvariante ist so jung, dass bisher noch kein rechtlicher Rahmen dafür entwickelt wurde, der entsteht erst in diesen Tagen. Dabei genießt das Thema politisch Rückenwind, weil man sich davon eine Stimulanz für Deutschlands Gründerszene erhofft. Daher bleibt Crowdinvesting auch vom Kleinanlegerschutzgesetz weitgehend verschont (siehe Infokasten Seite 155) – und das, obwohl es sich hier keinesfalls um eine risikoarme Anlageform handelt. Von den seit 2011 eingesammelten 40 Millionen Euro sind bislang fast zehn Prozent bereits verloren.

Professionelle Beratung wäre hier also durchaus sinnvoll, allerdings sind Vertriebsprovisionen im herkömmlichen Sinn bislang eher die Ausnahme als die Regel. Die Internetplattformen treten selbst als Vermittler auf. Sie verdienen mit dem Marketing und der Abwicklung des Fundraisings Geld bei denen, die Geld suchen. Die Plattformbetreiber selektieren Projekte, prüfen sie aber nicht bis ins Detail. „Und weil sie nicht als Anbieter fungieren, unterliegen sie weder der Prospektspflicht noch der Produkthaftung. Für die Finanzberater ist das ein Problem“, erklärt Rechtsanwalt Robert Michels, Partner der Kanzlei Dentons.

Obwohl die Uridee der Crowdfinancing-Plattform nicht vorsieht, dass mit externen Vertrieben zusammengearbeitet wird, ergab eine Umfrage von FONDS professionell, dass diese sehr wohl mit fremden Strukturen zusammenarbeiten würden. Zum Teil tun sie

## Crowdinvesting-Plattformen

Plattform	Gründung	Schwerpunkt	finanzierte Projekte	Volumen finaz. Proj.	aktuelle Projekte	Anlagevehikel
Auxmoney	2007	Privatkredite	39.862	225.247.800 Euro	–	Privatkredite
Bankless24	2012	Mittelstand	7	544.000 Euro	3	Genussrechte
Bergfürst	2011	u.a. Immobilien	2	4.066.070 Euro	–	Aktien
Bettervest	2013	Energie	22	1.012.100 Euro	2	Nachrangdarlehen
Companisto	2012	Start-ups	41	18.983.060 Euro	5	partiarische Darlehen
Deutsche Mikroinvest	2012	Start-ups	29	8.500.000 Euro	7	Nachrangdarlehen
Exporo	2014	Immobilien	6	7.268.700 Euro	1	Nachrangdarlehen
Fundsters	2012	Start-ups	10	994.980 Euro	–	stille Beteiligung *
Green X Money	2014	Energie	3	86.500 Euro	4	Forderungskaufvertrag
Innovestment	2011	Start-ups	29	2.441.064 Euro	–	Genussrechte **
Seedmatch	2011	Start-ups	79	23.239.000 Euro	4	partiarische Darlehen
Smava	2007	Privatkredite	n.a.	n.a.	–	Privatkredite
United Equity	2012	Mittelstand	n.a.	n.a.	–	Genussrechte
Zinsland	2014	Immobilien	0	–	1	Nachrangdarlehen

\* Beteiligung der Anleger an Fundsters, die sich atypisch still an Unternehmen beteiligt. \*\* Die Genussrechte werden von einer Emissionszweckgesellschaft von Innovestment ausgegeben. Redaktionelle Auswahl der Plattformen stellt eine Stichprobe dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die Tabellenangaben stammen von den Plattformen. Stand: 08.05.2015

Quelle: Angaben der Plattformen; eigene Recherche

Foto: © Zinsland, Bergfürst

das sogar schon, zum Beispiel vermarktet die Consorsbank die Crowdfunding-Plattform Seedmatch, und die Fidor Bank kooperiert gleich mit mehreren Plattformen. Die Zusammenarbeit erfolgt bis dato allerdings zögerlich und auf Basis sehr individueller Vereinbarungen. Viele beschränken sich praktisch auf regionale und befreundete Kontakte. Auch auf Finanzberaterseite gibt es noch erhebliche Annäherungsschwierigkeiten, die vor allem mit Haftungsfragen und den geringen Verdienstmöglichkeiten begründet werden.

### Brücken bauen

Zwischen Projektanbietern, Projektplattformen und Vertrieben besteht bisher kein Konzept für eine sinnvolle Arbeitsteilung. Dabei gäbe es einen naheliegenden Ansatz: Die Plattformen können Anleger im Gegensatz zu Finanzberatern nicht bedarfsgerecht informieren und aufklären. Ein Crowdfunding ist aber eine spekulative Anlage, die nicht für alle Anleger geeignet ist, auch wenn die Einstiegsbeträge häufig nur bei 100 Euro liegen. Eine professionelle Beratung wäre hier also durchaus wünschenswert. Bisher passiert dies im Grunde nur im Internetforum der Plattformen – die Crowd berät sich letztlich selbst und baut darauf, dass sich in der Community fach- und sachkundige Mitglieder befinden, die eine Schnapsidee von einem guten Investment unterscheiden können. Sehr tragfähig ist dieses Konzept allerdings nicht. Die Plattformen leisten auch keine inhaltliche Nachsorge. Die Investorenbetreuung beschränkt sich in der Regel auf das Hinterlegen von Dokumenten im geschützten Bereich der Internetseite, auf die internetbasierte Community und den digitalen Dialog über die Plattform. Damit Finanzberater die Lücken schließen



Guido Sandler, Bergfürst: „Wir schaffen auf unserer Plattform Transparenz, machen aber keinen Vertrieb.“

können, müssen viele Voraussetzungen erfüllt sein, wobei hier die Plattformen wie auch die Anbieter gefragt sind. Für die anlage- und anlegergerechte Beratung benötigt der Finanzdienstleister professionelle, lückenlose und belastbare Unterlagen vom Anbieter (siehe auch Beitrag Seite 306). Außerdem sollte die Produktprüfung direkt bei und mit dem kapital-suchenden Unternehmer möglich sein, was eine professionelle Kommunikation erforderlich macht. Jurist Michels gibt aber zu bedenken: „Die Berater müssen aufpassen, dass sie im Verhältnis zur Plattform nicht in die Rolle des Anbieters rutschen, weil sie intensiv und auf eigene Initiative prüfen. Praktisch unterstützen die Plattformen die Anleger nur bei ihren Investmententscheidungen, ohne dass das

einer Regulierung unterliegt“, erklärt Michels. Das Kleinanlegerschutzgesetz enthält eine für die Akteure knifflige Einschränkung. Die regulatorischen Erleichterungen gelten nur für Investments, die über eine Internetplattform vermittelt werden (siehe Infokasten). Fraglich ist, wie das aussieht, wenn Berater die Internetangebote „offline“ von Angesicht zu Angesicht weitervermitteln. Es sind somit auch juristische Gründe, die eine institutionalisierte Zusammenarbeit von Plattformen und Finanzberatern momentan erschweren beziehungsweise verhindern.

### Fehlende Infrastruktur

Sieht man von diesen rechtlichen Hürden ab, besteht das nächste Problem darin, dass die Online-Anbieter derzeit noch keine technische Infrastruktur für Berater bereitstellen. Sollten diese professionell beraten, bräuchten sie dazu die nötigen Werkzeuge – angefangen von den Informationen über die Projekte bis hin zur Verwaltung, Überwachung und sonstigen Betreuung ihrer Kunden.

Und schließlich gibt es da noch das leidige Thema „Geld“. Bisher gibt es keine Branchenstandards für eine leistungsgerechte Vergütung des freien Vertriebs – weder für den Fall einer einfachen Vermittlung noch für den Fall einer umfangreichen Beratung. Die Plattformen stehen auf dem Standpunkt, dass sie von der Vergütung, die sie von den Anbietern erhalten, nicht besonders viel abgeben können. Konkret: Im Durchschnitt bekommen die Plattformen von den kapital-suchenden Unternehmern sieben bis neun Prozent des einzuwerbenden Investorenkapitals. Davon müssten sie die Provision für den externen Vertrieb bezahlen. In der Regel bieten die Plattformen bis zu zwei Prozent der vermittelten Summe und

## Crowdfunding im Kleinanlegerschutzgesetz

Im Februar 2015 hat die Bundesregierung das **Kleinanlegerschutzgesetz** beschlossen und in den Bundestag eingebracht. Am 23. April 2015 wurde es mit Änderungen, die zuvor im Finanzausschuss beschlossen worden waren, im Bundestag verabschiedet. Es soll in diesem Sommer in Kraft treten.

Künftig werden nach § 1 Vermögensanlagengesetz auch **partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen**, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln“, als Vermögensanlagen gelten. **Ausdrücklicher Wille** der Bundesregierung ist, dass **Crowdfundings (Schwarmfinanzierungen) von einer strengen Regulierung verschont** bleiben, sofern bestimmte Bedin-

gungen eingehalten werden. Denn laut Gesetzentwurf **gelten die Vorschriften des Vermögensanlagengesetzes bei Crowdfundings nicht**, wenn das Emissionsvolumen aller von einem Anbieter angebotenen Vermögensanlagen nicht höher als 2,5 Millionen Euro ist. Geplant war ursprünglich eine Grenze von einer Million Euro.

Es geht vor allem um die Pflicht für den Anbieter, Prospekte, Folgeberichte und Lageberichte zu erstellen und zu veröffentlichen. Bei der geplanten Befreiung von dieser Pflicht gibt es eine weitere Einschränkung: Sie gilt nur für **Investitionen eines Anlegers bis 1.000 Euro beziehungsweise 10.000 Euro**, wenn er über ein frei verfügbares Vermögen von mindestens 100.000 Euro verfügt.

Diese Regelung findet nur bei Investments Anwendung,

die ausschließlich über eine Internetplattform vermittelt werden, und wenn die Plattform die Einhaltung der genannten Maximalbeträge überprüft. Außerdem benötigen die **Internetplattformen künftig selbst eine Erlaubnis als Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder als Finanzanlagenvermittler**.

Für die finale Fassung hat der Finanzausschuss noch Rechte für die Investoren im Gesetz verankert: Unabhängig vom Emissionsvolumen und von der Mindestbeteiligung müssen die Anbieter den Anlegern zumindest elektronisch ein **Vermögensinformationsblatt (VIB)** zur Verfügung stellen. Darin muss auf der ersten Seite ein **Warnhinweis auf die erheblichen Risiken** enthalten sein. Anleger haben künftig ein 14-tägiges Widerrufsrecht. Etwaige Ansprüche eines Investors gegen den Plattformbetreiber verjähren nach drei Jahren.

fallweise auch eine Bestandsprovision an. „Es sind Modelle in alle Richtungen denkbar“, betont Carl von Stecho, Geschäftsführer der Immobilieninvestmentplattform Zinsland. „Die Vergütung wird immer individuell vereinbart“, ergänzt Torsten Blumenthal, Geschäftsführer der Plattform Green X Money.

### Investmentansätze

Unterm Strich müssen sich der Prüf- und Beratungsaufwand und das Haftungsrisiko für den Vermittler lohnen. Da die Honorarberatung bei Kleinanlegern bisweilen nicht Fuß gefasst hat, müssen sich die Anbieter, Plattformen und Berater auf wirtschaftlich tragfähige Modelle einigen. Ferdinand Unzicker, Rechtsanwalt und Partner in der Kanzlei Lutz Abel, ist skeptisch: „Ich sehe noch keine passenden Strukturen, mit denen es sich für einen Berater lohnen würde, Crowdfinancements in seine Empfehlungspalette aufzunehmen.“

Ein Ansatz für Berater könnte die Kooperation mit Plattformen sein, die auf ein Investitionsthema spezialisiert sind und unter Umständen andere Beteiligungsmodelle anbieten. Einige Beispiele: Bei Zinsland geben Anleger Immobilienprojektgesellschaften Nachrangdarlehen, bei denen die Zinsen kumuliert und endfällig ausbezahlt werden. Als Treuhänder fungiert die Fidor Bank. Über die Bergfürst-Plattform können Investoren neue Aktien kaufen und danach handeln, für die der Emittent

einen Wertpapierprospekt erstellen und genehmigen lassen muss. „Wir schaffen auf unserer Plattform Transparenz, machen aber keinen Vertrieb. Dafür suchen wir Partner. Bisher war die Resonanz der freien Berater und Vermögensverwalter jedoch schlecht“, berichtet Bergfürst-Vorstand Guido Sandler.

Ebenfalls noch am Anfang steht Green X Money beim Aufbau externer Vertriebskontakte. Blumenthal will mit Vermögensverwaltern und Vermittlern in der gesamten DACH-Region zusammenarbeiten. Sein Antrieb: „Wir haben große Investments, die von der Crowd nicht bewältigt werden können.“ Bei Green X Money investieren Anleger über einen Forderungskaufvertrag in laufende Solar- und Windkraftanlagen, die Strom produzieren.

Um Forderungen geht es auch bei den seit 2007 aktiven Plattformen Smava und Auxmoney, die sogenanntes „Crowdlending“ betreiben. Dabei vergeben die Investoren Privatkredite an Privatpersonen und Selbstständige. „Wir empfehlen unseren Investoren, ihr Engagement über mindestens 100 Kredite zu streuen und so mindestens 2.500 Euro zu investieren“, betont Auxmoney-Pressesprecher Peter Godulla. Das Düsseldorfer Unternehmen arbeitet vereinzelt mit Beratern zusammen und strebt eine Intensivierung des externen Vertriebs an. „Unser Produkt ergänzt ein Depot im Bereich der festverzinslichen Elemente“, argumentiert Godulla.

Investment hat im vergangenen Jahr das Beteiligungsmodell geändert. Zunächst wurden atypisch stille Beteiligungen an Investoren vermittelt. Heute zeichnet der Investor Genussrechte an Zweckgesellschaften von Innovestment, die sich mit dem Genussrechtskapital direkt am Eigenkapital des kapitalsuchenden Unternehmens beteiligen. „Wir sprechen nicht die Kleinstanleger an und haben daher eine Hürde bei der Mindestbeteiligung in Höhe von 1.000 Euro eingebaut“, sagt Geschäftsführerin Christin Friedrich. Ihr nächstes Ziel ist der Ausbau des Vertriebsnetzwerks. „Wir sprechen mit Vermögensverwaltern und Privatbanken. Es überwiegen aber noch Vorsicht und Skepsis“, berichtet Friedrich.

„Rechtlich gesehen sind Crowdfunding und Finanzberatung kompatibel. Fraglich ist jedoch, ob die Zusammenarbeit wirtschaftlich darstellbar ist“, resümiert Unzicker. Die Crowdfunding-Branche muss sich professionalisieren – da sind sich die Plattformbetreiber durchaus einig. Und die Zusammenarbeit mit externen Vertrieben könnte die Überlebenschancen des Einzelnen erhöhen. Aber bis jetzt fehlen praxistaugliche Konzepte und manchmal auch das Verständnis für die Anforderungen sorgfältiger Berater. Vielleicht ändert sich das aber schon nach der nächsten Novellierung der rechtlichen Reglements.

ALEXANDER ENDLWEBER | 

## Vehikel für unternehmerische Investments

### ANLEIHE

Unternehmensanleihen (auch Corporate Bonds) sind Inhaberschuldverschreibungen und damit eine Form der Finanzierung. Die Anleger, die bei der Zeichnung der Anleihe ihr Eigenkapital investieren, werden Gläubiger des Emittenten. Was dem Investor seine Kapitalanlage ist, dient dem die Anleihe begebenden Unternehmen zur langfristigen Fremdfinanzierung. Über das Wertpapier werden die Anleger nicht Miteigentümer des Emittenten oder der mit dem Emissionserlös finanzierten Assets. Die Konditionen, das heißt die Laufzeit und die Modalitäten für Rückzahlung und Verzinsung (Kupon), sind in den Anleihebedingungen geregelt. Der Emittent bilanziert das Nominalvolumen auf der Passivseite bei den Verbindlichkeiten.

### GENUSSRECHT

Genussrechte sind keine Wertpapiere oder Firmenanteile. Es handelt sich um keine verbriefte Kapitalanlage, sondern um ein privatrechtliches Schuldverhältnis. Zeichner werden Genussrechtinhaber, die dem emittierenden Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen, dadurch aber nicht Miteigentümer werden. Als Gläubiger haben die Investoren Vermögens-, aber keine Stimmrechte. Außerdem sind sie an etwaigen Verlusten des Unternehmens beteiligt. Die Konditio-

nen sind in den Genussrechtsbedingungen verankert. Das Genussrecht steht wirtschaftlich zwischen Eigen- und Fremdkapital und wird üblicherweise als Fremdkapital, also bei den Verbindlichkeiten auf der Passivseite, bilanziert.

### STILLE BETEILIGUNG

Die stille Beteiligung ist eine Eigenkapitalfinanzierung von Unternehmen, die in den Paragraphen 230 bis 236 des Handelsgesetzbuchs (HGB) geregelt ist. Investoren beteiligen sich im Innenverhältnis an der Gesellschaft, treten aber nach außen nicht auf (keine Eintragung im Handelsregister). Die Einlagen der Investoren werden dem Eigenkapital des Unternehmens zugerechnet. Dafür sind die Anleger an Gewinn und Verlust des Unternehmens beteiligt; eine Verlustbeteiligung kann im Gesellschaftsvertrag ausgeschlossen werden. Bei einer atypisch stillen Beteiligung ist die Mitunternehmerstellung erhöht, da die Kapitalgeber auch am Vermögen und an den stillen Reserven des Unternehmens teilhaben.

### NACHRANGDARLEHEN

Bei Nachrangdarlehen handelt es sich um künd- und übertragbare Kredite, die mit einem Rangrücktritt des Investors versehen sind. Das bedeutet, dass der Anleger im Insolvenzfall des finanzierten Unternehmens erst dann

Geld zurückbekommt, wenn die Forderungen der anderen (vor ihm stehenden) Gläubiger bedient wurden. Allerdings stehen Nachrangdarlehen in der Rangordnung vor dem Eigenkapital und vor Gesellschafterdarlehen. Wegen dieser Eigenschaft gilt das Nachrangdarlehen als hybrides Finanzierungsinstrument (Mezzankapital), bei dem das Darlehen wirtschaftlich teilweise dem Eigenkapital des finanzierten Unternehmens zugerechnet wird. Damit es sich bei einem Nachrangdarlehen nicht um ein konzessionspflichtiges Einlagengeschäft handelt, muss es einen qualifizierten Rangrücktritt beinhalten. Bei dieser Vereinbarung dürfen Zahlungen an den Geldgeber nicht zur Insolvenz des finanzierten Unternehmens führen. Insofern steht das qualifizierte Nachrangdarlehen dem Eigenkapital nahe.

### PARTIARISCHES DARLEHEN

Partiarische Darlehen sind Kredite, für die der Anleger als Darlehensgeber eine gewinn- oder umsatzabhängige Verzinsung erhält. Im Einzelfall sind Bonuszahlungen vereinbart (zum Beispiel am Ende der Laufzeit). Die Investoren sind nicht an den Unternehmen, denen sie die Kredite geben, beteiligt und haben daher keine Kontroll- und Mitspracherechte. Die Darlehen müssen banküblich besichert oder nachrangig sein, damit sie nicht als erlaubnispflichtiges Einlagengeschäft gelten.