

Social Impact Investment und Venture Philanthropy: Kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen

Rechtsanwalt Dr. Wolfgang Weitnauer, Weitnauer Rechtsanwälte PartG mbB, München

Der Begriff Social Impact Investment beschreibt Investitionen in Organisationen oder Fonds mit der Absicht, positive soziale bzw. ökologische Wirkungen, etwa im Bereich der erneuerbaren Energien zu erreichen und zugleich durch das Investment finanzielle Renditen zu erzielen; dabei ist aber die positive soziale Wirkung stets Hauptzweck, nicht die Renditemaximierung. Unter Venture Philanthropy versteht man demgegenüber Investments in gemeinnützige Projekte, wobei sich aber diese Zielsetzungen überschneiden können. In beiden Fällen geht es um nachhaltige, wirkungsorientierte Investments.

Nach der von J. P. Morgan und dem Global Impact Investing Network jährlich veröffentlichten Impact Investing Survey ist der weltweite Markt wirkungsorientierten Investierens von 2012 bis Ende 2014 um über 30% auf rund 11 Mrd. USD gewachsen. Dies ist auf ein wachsendes Interesse von Investoren, aber auch auf zahlreiche nationale und internationale Initiativen zur Förderung des Marktaufbaus, wie die in 2013 im Rahmen der britischen G7-Präsidentschaft ins Leben gerufene Social Impact Investment Task Force (SIITF), und verschiedene Initiativen der EU zur Stärkung und Finanzierung von Sozialunternehmen zurückzuführen, wie etwa die Social Business Initiative (COM(2011)682 final vom 25.10.2011) oder auch das EU-Programm für Beschäftigung und soziale Innovation (vgl. weiterführend den Marktbericht 2016 der Bertelsmann Stiftung „Social Impact Investment in Deutschland“). Anders als etwa in Großbritannien führt Social Impact Investment in Deutschland trotz gestiegenem Interesse aber noch ein Schattendasein. Dies mag auch an der stärker wohlfahrtstaatlich geprägten Tradition Deutschlands liegen. Bislang zeichnen sich hier vor allem vermögende Privatpersonen mit philanthropischem Engagement (sog. High Net Worth Individuals), Stiftungen und einige wenige Fonds, wie namentlich BonVenture oder Ananda Ventures, aus.

Im Folgenden sollen die möglichen Strukturen und die kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen für eine Verknüpfung sozialer bzw. gemeinnütziger Zwecke mit Anlagezwecken dargestellt werden:

I. Grundlagen einer Strukturierung

1. Direktes oder indirektes Investment

In Betracht kommt zunächst die Einrichtung einer reinen Online-Vertriebsplattform, deren Aufgabe sich darin erschöpft, das Investment des Anlegers direkt mit dem jeweiligen Projektanbieter, etwa für den Bau einer Windkraftanlage oder ein Waldaufforstungsprojekt etc., oder bei Mikrokrediten mit dem jeweiligen Darlehensnehmer zu verknüpfen. Beispielhaft sei *Kiva* genannt, die, 2005 in San Francisco gegründet, bis heute nach eigenen Angaben knapp 1 Mrd. USD an Kleinbetriebe und Einzelpersonen vor allem in Entwicklungsländern als Mikrokredite verliehen hat, von denen wiederum nach eigenen Angaben 97% zurückbezahlt worden sind. Der Betreiber einer Vertriebsplattform kann sich aber, wie etwa im Bereich des Crowdfunding, das auf die Beteiligung an jungen innovativen Unternehmen abzielt, auch auf die reine Vermittlungstätigkeit beschränken und verfolgt dann keine eigene Projektinitiative. Andererseits beteiligt sich der Anleger in diesem Fall jeweils auch nur gezielt an einem einzigen Projekt bzw. Unternehmen.

Davon zu unterscheiden ist die kollektive Vermögensanlage, bei der sich Anleger an einem Intermediär beteiligen, der seinerseits entweder eigene oder fremde Projekte fördert. Dies kann etwa ein intern oder extern verwalteter Fonds sein, der sich dann meist als Gesellschafter an Unternehmen mit sozialer Zielrichtung beteiligt, eine Genossenschaft, deren Zweck auf die Interessenförderung ihrer Mitglieder durch gemeinschaftlichen Geschäftsbetrieb ausgerichtet ist, § 1 GenG, oder eine nach § 52 II 1 AO als gemeinnützig anerkannte Körperschaft, wie etwa eine Stiftung, ein eingetragener Verein (bspw. *SOS-Kinderdorf, Ärzte ohne Grenzen, Handicap International*, um nur einige wenige zu nennen) oder auch eine gemeinnützige GmbH (gGmbH).

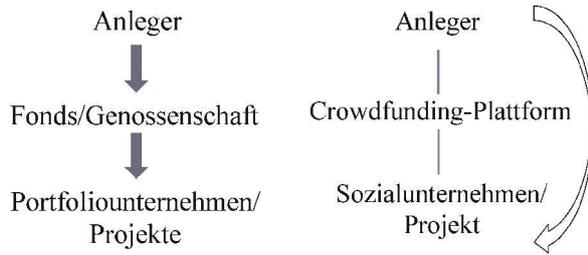


Abb. 1: gestufte Beteiligung

Abb. 2: vermittelte Beteiligung

Die Beteiligung über einen dauerhaften Intermediär, sei es einen Fonds oder eine Genossenschaft bzw. Stiftung bietet dem Anleger nicht nur ein dauerhaftes und übergeordnetes Anlagekonzept und den Vorteil einer Risikostreuung, sondern auch eine vertrauensfördernde Kontrollinstanz, die sich um die Verwaltung der anvertrauten Gelder gewissenhaft zu kümmern hat.

2. Form des Investments

a) Unternehmensbeteiligungen

Für das Investment ist entweder die Ausgabe von Mitgliedschaftsrechten, etwa in Form von Fondsbeteiligungen oder Genossenschaftsanteilen, also die Beteiligung über vollhaftendes (Eigen)Kapital möglich, oder aber die Gewährung meist nachrangig ausgestalteter (mezzaniner) Finanzierungsmittel, wie in der Regel Nachrangdarlehen, partiarische Darlehen, stille Beteiligungen oder auch Genussrechte. Während die Ausgabe an einem Markt handelbarer Wertpapiere, wie insbesondere Aktien oder Schuldverschreibungen, § 2 Nr. 1 WpPG durch das Wertpapierprospektgesetz reguliert ist, sind durch das am 17.7.2015 in Kraft getretene Kleinanlegerschutzgesetz unter dem Eindruck der Insolvenz des Windparkbetreibers *Prokon* auch die partiarischen Darlehen und Nachrangdarlehen in § 1 II VermAnlG erfasst und dort reguliert. Auch wenn Risikokapitalfonds, Sozialfonds oder Langfristfonds im Sinne der EuVECA-VO, EuSEF-VO oder auch ELTIF-VO hier nicht explizit genannt sind, so sind sie doch, im Sprachgebrauch von § 1 II VermAnlG, Investmentvermögen „im Sinne“ von § 1 I KAGB und daher richtigerweise vom Anwendungsbereich des VermAnlG nicht erfasst.

b) Spenden

Daneben möglich bleibt das Einwerben von Spendengeldern, so wie dies etwa die *gut.org gAG* als Betreiber der Plattform *www.betterplace.org* zum satzungsmäßigen Gegenstand hat. Spenden als freiwillige schenkungsweise Zuwendungen für religiöse, wissenschaftliche, gemeinnützige, kulturelle oder auch politische Zwecke scheidern, da hiermit keinerlei Anlagezweck verfolgt wird, aus der folgenden Betrachtung aus. Allerdings ist das in Deutschland geschätzte jährliche Spendenaufkommen von 3 – 6 Mrd. € um ein Vielfaches höher als die Finanzierung sozialer oder gemeinnütziger Zwecke durch Fondsbeteiligungen oder Vermögensanlagen. Spenden an gemeinnützige Organisationen sind im Rahmen bestimmter Grenzen steuermindernd wirksam, §§ 10 b EStG, 9 I Nr. 2 KStG und 9 Nr. 5 GewStG, sofern die Gemeinnützigkeit durch eine vorläufige Bescheinigung oder einen Freistellungs-

bescheid des für den Spendenempfänger zuständigen Finanzamts bescheinigt ist. Demgegenüber findet ein Wertverlust eines Crowd-Investors, der mit seiner Rückzahlungsforderung ausfällt, steuerlich keine Berücksichtigung, wenn das Darlehen nicht im Betriebsvermögen gehalten wurde (FG Düsseldorf, Urt. v. 11.3.2015 – 7 K 36618/14E).

3. Rechtliche Organisation des Projektbetreibers

a) Übliche Rechtsformen

Erfolgt die Aufnahme wirkungsorientierter Investments über eine Kapitalsammelstelle, mithin einen Fonds, so ist die übliche Rechtsform hierfür aufgrund ihrer steuerlichen Transparenz die GmbH & Co. KG, die bei Beachtung der Kriterien des BMF-Schreibens vom 16.12.2003 zur steuerlichen Behandlung von Venture Capital und Private Equity-Fonds (IV A 6-S 2240-153/03) vermögensverwaltenden und keinen gewerblichen Charakter hat (Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 5. Aufl., 2016, Teil B Rdnrn. 86 ff.).

Für Direktinvestments in soziale oder gemeinnützige Zwecke kommen hingegen vor allem Genossenschaften, Stiftungen oder auch als gemeinnützig anerkannte Körperschaften in Betracht. Da Genossenschaften (als klassisches Beispiel mögen die Wohnbaugenossenschaften gelten) ausschließlich die Förderung der Interessen ihrer Mitglieder zum Zweck haben, § 1 I GenG, scheidern sie grundsätzlich als Projektträger für darüber hinausgehende gemeinnützige Zwecke aus.

b) Genossenschaft

aa) Ausnahme vom KAGB

Durch die Beteiligung an einer Genossenschaft partizipieren ihre Mitglieder an ihrem Gewinn bzw. Verlust und ihrem Vermögen, §§ 19, 91 GenG; die Aufstockung der Beteiligung mit weiteren Geschäftsanteilen ist ebenso möglich, wie die Übertragung des Geschäftsguthabens, §§ 15 b, 76 GenG; die Mitgliedschaft ist somit vorbehaltlich einer abweichenden Satzungsregelung grundsätzlich fungibel. Obwohl auch Genossenschaften gemeinsames Vermögen ihrer Mitglieder begründen, sind sie von der kapitalmarktrechtlichen Regulierung durch KAGB und VermAnlG ausgenommen. § 2 (4b) 1 Nr. 1 KAGB in seiner Ursprungsfassung nahm inländische geschlossene Publikums-AIF in der Rechtsform der Genossenschaft, die der Pflichtprüfung nach §§ 53 ff. GenG untersteht und in deren Satzung eine Nachschusspflicht ausgeschlossen ist, vom Anwendungsbereich des KAGB mit Ausnahme der §§ 1 – 17, 42, 44 II – VII KAGB aus. Durch das am 18.3.2016 in Kraft getretene OGAW-V-Umsetzungsgesetz (BGBl. I, 348 ff.) wurde diese Vorschrift allerdings ersatzlos gestrichen, da der Gesetzgeber davon ausgeht, dass Genossenschaften im Sinne des GenG regelmäßig keine Investmentvermögen im Sinne des KAGB darstellen (BT-Drs. 18/6744 v. 18.11.2015, S. 42). Die zwingende Ausrichtung auf einen besonderen Förderzweck zu Gunsten der Mitglieder schließt nach Auffassung des Gesetzgebers eine fondstypische primäre Gewinnerzie-

lungsabsicht aus. Selbst wenn in der Satzung einer Genossenschaft dieser die Beteiligung an anderen Unternehmen erlaubt sei, sei dies unbedenklich, da hiervon nur zum satzungsmäßigen Förderzweck Gebrauch gemacht werden dürfe (BT-Drs., a. a. O., S. 42).

Weiterer Erwägungsgrund war, dass die Genossenschaft im Hinblick auf die Beachtung der Vorgaben des GenG der regelmäßigen umfassenden Prüfung des jeweiligen Verbands, dem die Genossenschaft angehört, §§ 53 – 64 c GenG, unterliegt; somit übernehmen die Prüfungsverbände quasi die Überwachungsfunktion der BaFin. Soweit allerdings eine Genossenschaft gegen die Beschränkungen des GenG verstößt und die übrigen Voraussetzungen des § 1 I KAGB vorliegen, kann die BaFin hiergegen als unerlaubtes Investmentgeschäft weiterhin einschreiten (BT-Drs., a. a. O.). Beschränkt sich die Genossenschaft allerdings auf ihr Förderziel und handelt sie nicht im Interesse der Anleger in Verfolgung einer festgelegten Anlagestrategie, so fällt sie nicht unter den Anwendungsbereich des KAGB (so auch das Auslegungsschreiben der BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB vom 14.6.2013/9.3.2015, dort unter II.3).

bb) Ausnahme vom VermAnlG

Des Weiteren ist der Erwerb von Anteilen an einer Genossenschaft im Sinne des § 1 GenG vom Anwendungsbereich des VermAnlG gem. § 2 I Nr. 1 VermAnlG befreit, wenn keine erfolgsabhängige Vertriebsvergütung bezahlt wird; wirbt die Genossenschaft ihre Mitglieder selbst ein, wird somit in der Regel dieser Ausnahmetatbestand zur Anwendung gelangen. In diesem Fall gelten die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts oder Vermögensanlagen-Informationsblatts, §§ 6, 13 VermAnlG, sowie die Pflichten zur Erstellung und Bekanntmachung eines Jahresberichts und zur Prüfung von Jahresabschluss und Lagebericht, § 25 VermAnlG, nicht. Entsprechend ist das VermAnlG nicht auf Vermögensanlagen in Form von partiarischen Darlehen oder Nachrangdarlehen oder sonstige Formen der verzinsten und rückzahlbaren bzw. vermögensmäßig ausgleichenden zeitweisen Geldgewährung anzuwenden, die ausschließlich Mitgliedern der Genossenschaft ohne Berechnung einer erfolgsabhängigen Vermittlungsgebühr angeboten werden, § 2 I Nr. 1 a VermAnlG. Die Einwerbung von Vermögensanlagen seitens außenstehender Nichtmitglieder fällt somit sehr wohl unter den Anwendungsbereich des VermAnlG.

c) Stiftung

Auch eine Stiftung fällt von vornherein nicht unter den Begriff des Investmentvermögens von § 1 I KAGB, da sie nicht darauf angelegt ist, von einer Anzahl von Anlegern zum Nutzen dieser Anleger Kapital einzusammeln und zu investieren. Die Stiftung wird durch die Übertragung von Vermögenswerten, insbesondere für gemeinnützige Zwecke (Stiftungsgeschäft) gegründet und dient in der Regel dazu, das Vermögen auf Dauer zu erhalten, wobei die Destinatäre nur in den Genuss

der Erträge kommen können. Die rechtsfähige Stiftung des bürgerlichen Rechts, §§ 80 ff. BGB, bedarf der staatlichen Anerkennung durch die Stiftungsbehörde des Landes, in dem die Stiftung ihren Sitz hat, § 81 BGB. Mindestkapitalausstattungen sind in den Stiftungsgesetzen der Länder nicht vorgeschrieben, jedoch muss das Ausstattungskapital die dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks gem. § 80 II BGB sichern. Die Kontrolle über eine gemeinnützige rechtsfähige Stiftung bürgerlichen Rechts obliegt der Finanzbehörde sowie der zuständigen Landesstiftungsaufsicht. Eine vom Finanzamt als gemeinnützig anerkannte Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse ist für Einnahmen von weniger als 35.000 € von Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit, § 64 III AO; Zuwendungen an gemeinnützige Einrichtungen unterliegen überdies nicht der Erbschaftsteuer, § 13 I Nr. 16 lit. b) I ErbStG. Die Anerkennung als gemeinnützig kann rückwirkend entzogen werden, wenn die Körperschaft einen vorrangig wirtschaftlichen Zweck verfolgt, oder gemeinnütziges, verbundenes Vermögen zweckfremd verwendet, etwa weil gegen die Vermögensbindung, §§ 55 I Nr. 4, 61 I AO, oder auch gegen das Gebot der zeitnahen Mittelverwendung, § 55 I Nr. 5 AO, verstoßen wird. Die Anlage der gemeinnützigen Stiftung muss, um die Gemeinnützigkeit nicht zu gefährden, die Sicherheit der Vermögensanlage im Auge haben (vgl. FG Münster, Urt. v. 11.12.2014, 3 K 323/12 Erb für den Fall der Umschichtung des Stiftungsvermögens in unzureichend gesicherte Darlehen an mittelständische Unternehmen). Dies ist der Grund dafür, weshalb sich (gemeinnützige) Stiftungen nach wie vor mit Venture Capital-Finanzierungen von jungen innovativen Unternehmen (leider) schwer tun.

II. Fondsbeteiligungen und Vermögensanlagen

1. Kollektive Anlage in einem Fonds

a) „Kleine“ Publikums-Kapitalverwaltungsgesellschaft nach KAGB

Steht ein Investmentvermögen auch Privatanlegern offen, handelt es sich um einen Publikumsfonds. Privatanleger sind nach § 1 XIX Nr. 31 KAGB alle Anleger, die nicht professionelle Anleger im Sinne von Anhang II der MiFID-Richtlinie sind (Nr. 32) und bei denen es sich auch nicht um semiprofessionelle Anleger im Sinne von Nr. 33 handelt, also Anleger, die, außer dass sie u. a. über ausreichende Anlageerfahrung verfügen müssen, mindestens 200.000 € investieren. Auf die einen solchen Publikums-AIF verwaltende Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) sind die Regelungen des KAGB nur in beschränktem Umfang anwendbar (insbesondere bedarf es für sie nur einer Registrierung gem. § 44 KAGB), sofern die von ihr verwalteten Vermögensgegenstände einschließlich der durch den Einsatz von Leverage, also eine Hebelfinanzierung, insbesondere durch Kreditaufnahme, vgl. § 1 XIX Nr. 25 KAGB, nicht den Wert von 100 Mio. € überschreiten, § 2 V KAGB. Voraussetzung ist hierbei, dass es sich um einen inländisch geschlossenen alternativen Investmentfonds (AIF) handelt, also ein Investmentvermögen,

dessen Anteile nicht vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen des Anlegers aus den Vermögenswerten des AIF und nach dem hierfür festgelegten Verfahren zurückgekauft oder zurückgenommen werden können, § 1 V, 4 KAGB mit Art. 1 II der Delegierten Verordnung Nr. 694/2014 vom 17.12.2013. § 261 KAGB beschränkt die zulässigen Anlagen eines solchen „kleinen“ geschlossenen inländischen Publikums-AIF insbesondere auf Sachwerte und Beteiligungen an Unternehmen, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind. Nach der durch das OGAW-V-UmsG eingeführten Regelung des § 261 I Nr. 8 KAGB ist der KVG eines solchen Fonds nun aber auch die Gewährung eines Gelddarlehens nach § 285 III 1 und 3 KAGB bis zur Höhe von 30% des aggregierten eingebrachten und zugesagten Kapitals gestattet.

Die Anlagen solcher geschlossener inländischer geschlossener Publikums-AIF sind nach § 261 KAGB im Wesentlichen auf Sachwerte und Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen beschränkt. Zu beachten ist, dass auch das Verwahrstellenerfordernis der §§ 80 ff. KAGB auf die KVG eines solchen kleinen geschlossenen Publikums-AIF anwendbar ist, § 2 V 1 Nr. 5 KAGB. Ferner hat die KVG vor Aufnahme des Vertriebs nach §§ 2 V 1 Nr. 6 und 7, 268 I 1 und 316 KAGB einen Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen zu erstellen und dem Publikum zugänglich zu machen; diese Unterlagen sind von der BaFin gem. § 316 II KAGB auf Vollständigkeit zu prüfen.

b) Europäische Verordnungen

aa) Regelungsziele

Gleichzeitig mit dem in Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwaltung alternativer Investmentfonds („AIFM-RL“) vom deutschen Gesetzgeber geschaffenen KAGB traten mit Wirkung zum 22.7.2013 die EU-Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds Nr. 345/2013 (EuVECA-VO) und die EU-Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum Nr. 346/2013 (EuSEF-VO) in Kraft. Es folgte etwas später die EU-Verordnung über europäische langfristige Investmentfonds Nr. 2015/760 vom 29.4.2015 (ELTIF-VO). Mit diesen Verordnungen verfolgte der Europäische Gesetzgeber das Ziel, für von ihm für nützlich erachtete Finanzierungen durch ein harmonisiertes Fondskonstrukt für die Kapitalbeschaffung und mit Hilfe des hierüber bereit gestellten EU-Passes einen einheitlichen Vertriebsinnenmarkt zu schaffen. Während die EuVECA-VO auf Eigenkapital- bzw. mezzanine Beteiligungen von in einem EU-Staat beheimateten Risikokapitalfonds in kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) mit bis zu 499 Beschäftigten abzielt, Art. 3 I lit. d) und e) EuVECA-VO, geht es bei der EuSEF-VO um die Förderung sozialer Unternehmen, die sich, anders als nach der EuVECA-VO (hierzu die Kommentierung in Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, 2015) nicht durch ihre Größe als KMU auszeichnen, sondern dadurch, dass das fragliche Unternehmen auf eine mess-

bare, positive soziale Wirkung anstatt auf Renditeerzielung im Interesse der Gesellschafter (*Social Impact*) ausgerichtet ist und daher auch seine Gewinne vorrangig für das soziale Unternehmensziel einsetzt. Demgegenüber liegt der Fokus der ELTIF-VO auf der langfristigen Finanzierung von vor allem Infrastrukturprojekten, wie insbesondere in den Bereichen Verkehr, nachhaltige Energieerzeugung oder -verteilung oder auch soziale Infrastruktur (Wohnungsbau, Schulen oder Krankenhäuser) (vgl. hierzu auch Schneider, GWR 2016, 287 ff. sowie Zetzsche ZBB 2015, 363 ff.).

bb) Regelungsunterschiede

Die wesentlichen Unterschiede der Verordnungen sind die folgenden:

- (i) Nach Art. 5 I EuVECA-VO sowie Art. 5 I EuSEF-VO dürfen bis zu höchstens 30% des gesamten eingebrachten und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des jeweiligen Fonds auch in nicht qualifizierten Anlagen investiert werden. Demgegenüber darf ein ELTIF ausschließlich die durch Art. 10 ELTIF-VO vorgegebenen zulässigen Anlagevermögenswerte erwerben, nämlich qualifizierte Portfoliounternehmen, Art. 11, Sachwerte, Art. 10 lit. e), Anteile an anderen ELTIF-, EuVECA- oder EuSEF-Fonds, die nicht mehr als 10% in ELTIF investiert haben, Art. 10 lit. d), oder Anlagen eines OGAW, also insbesondere an einem geregelten Markt notierte oder gehandelte Wertpapiere und Geldmarktinstrumente oder Derivate, Art. 50 I OGAW-RL. Dabei haben sich diese Anlagen an dem durch Art. 1 II ELTIF-VO beschriebenen Ziel der Kapitalbeschaffung für langfristige europäische Investitionen im Einklang mit einem „intelligenten, nachhaltigen und integrativen Wachstum“ zu orientieren („ELTIF-Test“).
- (ii) Qualifizierten Portfoliounternehmen dürfen von einem EuVECA-Risikokapitalfonds Darlehen im Rahmen der 30%-Grenze von Art. 3 I lit. e) (ii) EuVECA-VO und seitens eines EuSEF-Sozialfonds ohne diese Grenze nach Art. 3 I lit. e) (iv) EuSEF-VO mit der Maßgabe gewährt werden, dass diese Darlehen nicht durch Darlehensaufnahmen finanziert werden dürfen, Art. 5 II, III EuSEF-VO. Den ELTIF-Langzeitfonds ist die Kreditgewährung an ein qualifiziertes Portfoliounternehmen ohne betragsmäßige Begrenzung gem. Art. 10 lit. b) und c) ELTIF-VO gestattet.
- (iii) Während die EuVECA-VO und die EuSEF-VO nur den jeweiligen Verwalter regulieren, bedarf nach Art. 6 ELTIF-VO auch der jeweilige ELTIF-Fonds der Zulassung durch die für ihn zuständige Behörde.
- (iv) Anders als nach der EuVECA-VO und EuSEF-VO muss gem. Art. 7 II ELTIF-VO iVm Art. 21 AIFM-RL für den ELTIF eine Verwahrstelle bestellt sein.
- (v) Während nach Art. 6 I jeweils der EuVECA-VO und der EuSEF-VO der Vertrieb nur an solche

Anleger erfolgen darf, die als professionelle Kunden betrachtet oder auf Antrag als professionelle Kunden betrachtet werden können (Anhang II der MiFID-RL 2004/39/EG), oder darüber hinaus an solche Anleger, die mindestens 100.000 € investieren und einen gesonderten Risikohinweis unterzeichnen („quasi professionelle“ Anleger), sieht die ELTIF-VO keine Mindestzeichnungssumme von Anlegern vor. Anleger kann hiernach jeder nicht professionelle Anleger sein und gilt dann als Kleinanleger, Art. 2 Nr. 3 ELTIF-VO. Stattdessen gelten erhöhte Schutz- und Transparenzmechanismen, Art. 26 ff. ELTIF-VO; insb. hat der Verwalter den Kleinanleger gem. Art. 28 ELTIF-VO einem Eignungstest zu unterziehen.

- (vi) In allen Fällen besteht nach der ab dem 1.1.2018 anwendbaren PRIIP-VO Nr. 1286/2014 im Fall des Vertriebs an Kleinanleger, Art. 4 Nr. 6 PRIIP-VO, das Erfordernis, ein Basisinformationsblatt zu erstellen, zu veröffentlichen und bereit zu stellen, in dem (in DIN A4-Format und höchstens auf 3 Seiten) das Produkt unter Darstellung seiner Risiken, Kosten und Mindesthaltedauer beschrieben wird; auf die Anwendbarkeit der PRIIP-VO wird ausdrücklich in Art. 23 I ELTIF-VO verwiesen. Allerdings unterscheiden sich die hiernach zu machenden Angaben inhaltlich nicht wesentlich von denjenigen, die ohnehin aufgrund der allgemeinen Unterrichtungspflicht nach Art. 13 EuVECA-VO bzw. Art. 14 EuSEF-VO Anlegern vor ihrer Anlageentscheidung zu machen sind. Kleinanleger werden nach Art. 4 Nr. 6 PRIIP-VO definiert als alle Kunden, die nicht professionelle Kunden im Sinne des Anhangs II MiFID-RL sind, weshalb auch die „quasi professionellen“ Anleger im Sinne von Art. 6 I, 3. Alt. EuVECA-VO und EuSEF-VO Kleinanleger im Sinne der PRIIP-VO sind. Der Vertrieb eines ELTIF bedarf darüber hinaus aber in jedem Fall der vorherigen Veröffentlichung eines Prospekts, Art. 23 I 1 mit III und IV ELTIF-VO.
- (vii) Während sich nach der EuVECA-VO bzw. EuSEF-VO registrierte KVGs, die unter Einsatz von Leverage nicht mehr als 100 Mio. € und ohne Leverage nicht mehr als 500 Mio. € an Vermögensgegenständen verwalten, durch diese Registrierung weitestgehend dem Anwendungsbereich des KAGB entziehen und dem Regime der EuVECA-VO bzw. EuSEF-VO unterwerfen können (Opt-In), § 2 VI, VII iVm §§ 337, 338 KAGB, sind die Regelungen der AIFM-RL (2011/61/EU) und damit das KAGB stets neben der ELTIF-VO anwendbar, Art. 7 II ELTIF-VO, womit insbesondere die dortige Regulierung des ELTIF-Verwalters gemeint ist; Verwalter eines ELTIF kann daher auch ein Verwalter einer KVG sein, die die vorgenannten Grenzwerte des verwalteten Vermögens überschreitet. Somit baut die ELTIF-VO weiterhin auf den Regeln des KAGB zur Regulierung der Fondsverwalter und der Verwahrstellen (siehe oben II.1 a) auf und gelten auch

die dortigen Verwaltungs- und Vertriebsvorschriften neben der ELTIF-VO. Im Konfliktfall geht jedoch die speziellere ELTIF-VO vor (ebenso Zetzsche ZBB 2015, 362, 364).

cc) Änderungsvorschläge der EU-Kommission und des EU-Parlaments

Die Europäische Kommission hat die in Art. 26 EuVECA-VO bzw. Art. 27 EuSEF-VO für 2017 vorgesehene Überprüfung der mit den beiden Verordnungen gemachten Erfahrungen vorgezogen und am 14.7.2016 einen Vorschlag einer Änderungs-VO (COM(2016)461 final) vorgezogen, nachdem sich die Erkenntnis durchgesetzt hatte, dass beide Verordnungen bislang auch im Vergleich zu den Zielen nur auf unzureichende Marktakzeptanz gestoßen sind. Zu diesem Vorschlag der Kommission liegt inzwischen auch die Stellungnahme des Europäischen Parlaments vom 30.3.2017 (A8-0120/2017) mit weiteren Ergänzungen vor. Letztlich zielen diese Änderungsvorschläge auf eine Erweiterung des Anwendungsbereichs beider Verordnungen ab. So soll zum einen die Beschränkung auf „kleine“ Verwalter, die nicht mehr als 500 Mio. € (ohne Leverage) verwalten, entfallen, der Mindestinvestmentbetrag zumindest für EuSEF-Fonds auf 50.000 € gesenkt werden (so der Vorschlag des Europäischen Parlaments, nachdem die Europäische Kommission dies noch abgelehnt hatte) und sollen überdies qualifizierte Anlagen nach der EuVECA-VO auch solche KMUs erfassen, die auf einem auch KMUs offenstehenden Börsensegment mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung in den letzten drei Jahren von weniger als 200 Mio. € gelistet sind. Damit würde somit EuVECA-Risikokapitalfonds das Investment auch in solche KMUs ermöglicht werden, die in dem zum 1.3.2017 von der Deutsche Börse speziell für KMUs anstelle des früheren Entry-Standards als Teilsegment des Freiverkehrs eröffneten neuen Segment *Scale* notiert sind (Einbeziehungsvoraussetzung ist hier eine voraussichtliche Mindestmarktkapitalisierung von 30 Mio. € zum Zeitpunkt der Einbeziehung in den Handel). Dabei hat der Europäische Gesetzgeber (so die Begründung des Berichts des Europäischen Parlaments unter 5(a)) zu Recht erkannt, dass auch die Mindestinvestmentbeträge von 100.000 € eine immer noch relativ hohe Investmentschranke darstellen und daher gerade EuSEF-Fonds mit einem hohen sozialen Wirkungsgrad den Zugang zu Anlegern erschweren. Auch wenn Venture Capital-Investments weiterhin als mit einem vergleichsweise hohen Risikograd verbunden angesehen werden, wird doch auch erkannt, dass Anlagen mit gleichem Risikograd über Crowdfunding-Plattformen ohne entsprechende Regulierung des Betreibers möglich sind. Erstaunlicherweise richtet der europäische Gesetzgeber hierbei aber nicht den Blick auf die ELTIF-VO, die für langfristige Investments eine Öffnung auch auf Kleinanleger bereits umgesetzt hat.

Überdies schlägt das Europäische Parlament vor, die detaillierte, jedoch schwer zu quantifizierende und in den Mitgliedstaaten auch unterschiedlich verstandene Definition messbarer, positiver sozialer Wirkungen in Art. 3 I d) (ii), 1. Spiegelstrich EuSEF-VO („schutz-

bedürftigen, marginalisierten, benachteiligten oder ausgegrenzten Personen Dienstleistungen oder Güter bereitstellt“) durch das einfache Erfordernis einer Bereitstellung von Diensten oder Gütern mit sozialer Wirkung zu ersetzen („provides services or goods which generate a social return“). Allerdings war dem sozialen Ziel der Prävention einer späteren Benachteiligung (und nicht nur ihrer nachträglichen „Heilung“) bislang bereits durch den 2. Spiegelstrich in Art. 3 I d) (ii) EuSEF-VO, wonach es nur auf die Verfolgung des sozialen Ziels ankommt, Rechnung getragen. Nicht recht konsistent mit dem entsprechenden Vorschlag für EuVECA-Risikokapitalfonds ist jedoch, dass es bei dem Ausschluss an einem geregelten Markt oder in einem multilateralen Handelssystem zugelassener Unternehmen aus dem Kreis der „qualifizierten Portfoliounternehmen“, Art. 3 I d) (i), verbleiben soll.

Des Weiteren soll das Registrierungsverfahren gestrafft werden, indem Doppelregistrierungsverfahren nach der jeweiligen Verordnung bzw. dem KAGB künftig nicht mehr erforderlich sein sollen. Ferner sieht der Vorschlag des Europäischen Parlaments anstelle des von der Kommission vorgeschlagenen Auftrags an die ESMA zur Erarbeitung von Entwürfen technischer Regulierungsstandards nun auch klare Vorgaben für die Eigenmittelausstattung des Verwalters vor, (30.000 € Anfangskapital, mindestens 1/8 der Fixkosten des Vorjahres und zusätzlich 0,015% aus dem 300 Mio. € übersteigenden Vermögen eines Risikokapitalfonds).

cc) Ausblick

Der europäische Gesetzgeber sollte den Anwendungsbereich der EuSEF-VO, entsprechend der ELTIF-VO, auch für Kleinanleger öffnen, auch wenn dann andererseits ein weitergehender Anlegerschutz durch das Erfordernis einer Prospektveröffentlichung geschaffen werden müsste. In der Tat ist nicht einzusehen, weshalb vergleichbare Risiken über Crowdfunding-Plattformen eingegangen werden können, nicht jedoch unter dem Dach eines Fonds. Die Registrierung als EuVECA, EuSEF oder ELTIF soll mit der Befugnis, unter dieser Bezeichnung EU-weit Anlegermittel einzuwerben, ein Gütesiegel verschaffen. Dieses sollte möglichst weitgehend eingesetzt werden können, um damit diesen Fonds-Typen größere Marktrelevanz zu vermitteln.

Das Erreichen der von einem Sozialfonds verfolgten sozialen Wirkungsziele kann auch durch eine entsprechende Gestaltung der Carry-Vergütung der Fondsinitiatoren bzw. -manager incentiviert werden (vgl. § 37 KAGB), etwa dadurch, dass die Auszahlung der Carry-Vergütung als überproportionaler Gewinnbeteiligung davon abhängig gemacht wird, dass die vorgegebene Portfolio-Gesamtwirkung erreicht wird, über die regelmäßig, mindestens in jedem Jahresbericht berichtet werden sollte und die dementsprechend auch zum Gegenstand der Jahresabschlussprüfung gemacht werden sollte.

Zu bedenken ist allerdings, dass das zum 1.1.2018 in Kraft tretende neue Investmentsteuergesetz (InvStG) für Publikumsinvestmentfonds eine Abkehr vom sog.

eingeschränkten Transparenzprinzip (Fondsanleger werden im Wesentlichen wie Direktanleger behandelt) und die Einführung eines intransparenten Besteuerungssystems kombiniert mit einer pauschalierten Besteuerung der Anleger (Vorabpauschale) vorsieht; lediglich für sog. Spezial-Investmentfonds und deren institutionelle Anleger wird das bisherige transparente Besteuerungssystem beibehalten. Damit droht in Zeiten des historischen Niedrigzinsumfelds und Anlagenotstands ein weiterer Renditebremsklotz, der im Ergebnis vor allem Kleinanleger treffen könnte, die über Fondsbeteiligungen eine risikodiversifizierte Anlage betreiben wollen.

2. Vermögensanlagen

a) Allgemeines

Das öffentliche Angebot sämtlicher Unternehmensbeteiligungen, die nicht in verbrieften Wertpapieren im Sinne von § 2 Nr. 1 WpPG, im Wesentlichen also an einem Markt handelbaren Aktien, und nicht in Anteilen an einem Investmentvermögen im Sinne von § 1 I KAGB bestehen, sowie jeglichen sonstigen Formen einer mezzaninen gewinnabhängigen, nachrangigen oder eine Verzinsung bzw. zumindest einen Barausgleich vorsehenden Unternehmensfinanzierung fallen unter den Regelungsbereich des VermAnlG, soweit diese Vermögensanlagen im Inland öffentlich angeboten werden, § 1 III VermAnlG, und soweit nicht der Ausnahmetatbestand des § 2 VermAnlG bzw. die Befreiungstatbestände der §§ 2 a – c VermAnlG greifen. Somit fällt nicht nur das typische Angebot von Nachrangdarlehen über Crowdplattformen unter den Anwendungsbereich, sondern auch das öffentliche Angebot von Unternehmensbeteiligungen an Personengesellschaften, GmbH- oder GbR-Anteilen, etwa Beteiligungen zur Finanzierung von Bürgersolaranlagen, und auch stillen Beteiligungen.

Vorbehaltlich der Ausnahme- bzw. Befreiungsvorschriften hat der Anbieter einen Verkaufsprospekt zu veröffentlichen, § 6 VermAnlG, dessen näherer Inhalt sich nach § 7 VermAnlG iVm VermAnlVerkProspV bestimmt und der vor seiner Billigung durch die BaFin nach Maßgabe von § 8 VermAnlG (hiernach ist eine Vollständigkeitsprüfung einschließlich einer Prüfung der Kohärenz und Verständlichkeit des Inhalts vorzunehmen) nicht veröffentlicht werden darf. Dies entspricht den Vorgaben für die „kleine“ Publikums-KVG (oben II.1 a). Überdies ist ein Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) gem. § 13 VermAnlG zu veröffentlichen, sofern nicht nach Art. 6 f. PRIIP-VO im Fall des Vertriebs an Kleinanleger (siehe hierzu oben II.1 b), aa), (vi) ein Basisinformationsblatt veröffentlicht werden muss. Sowohl Verkaufsprospekt als auch der VIB sind bei der BaFin zu hinterlegen und bei Eintritt neuer wichtiger Umstände gem. §§ 11 I, 13 V VermAnlG zu aktualisieren. Auch in den Fällen, in denen keine Offenlegungspflicht für Jahresabschlüsse besteht, ist ein Jahresbericht zu erstellen und über den elektronischen Bundesanzeiger nach § 23 VermAnlG zu veröffentlichen; ferner sind Jahresabschluss und Lagebericht un-

abhängig von der Größe des Emittenten durch einen Abschlussprüfer nach § 25 VermAnlG zu prüfen.

b) Ausnahmetatbestände

Ausgenommen vom Anwendungsbereich des VermAnlG und den hier dargestellten Pflichten sind die in § 2 VermAnlG genannten Vermögensanlagen, insbesondere Genossenschaftsanteile oder die von einer Genossenschaft ausgegebenen Vermögensanlagen im Sinne von § 2 I Nrn. 1 und 1 a) VermAnlG (hierzu oben I.3 b), bb). Ausgenommen sind ferner Angebote derselben Vermögensanlage mit nicht mehr als 20 Anteilen oder einem Verkaufspreis von nicht mehr als 100.000 € (berechnet auf einen 12-Monats-Zeitraum) oder einem Preis von mindestens 200.000 € je Anleger, § 2 I Nr. 3 VermAnlG. Des Weiteren sind solche Vermögensanlagen ausgenommen, für die im Inland bereits ein gültiger Verkaufsprospekt veröffentlicht worden ist, Nr. 5.

c) Befreiungstatbestände

aa) Crowdfunding gem. § 2 a VermAnlG

Werden Vermögensanlagen in Form partiarischer Darlehen, Nachrangdarlehen oder sonstiger Geldgewährung mit Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung bzw. Barausgleich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt, die ihrerseits verpflichtet ist, die Einhaltung der nachfolgenden Grenzen zu überprüfen, bestehen die vorgenannten Pflichten mit Ausnahme der Pflicht zur Erstellung eines VIB nicht, soweit der VIB einen Warnhinweis nach § 13 III a) VermAnlG darauf entfällt, dass kein von der BaFin gebilligter Verkaufsprospekt erstellt worden ist und dass auch Ansprüche wegen irreführender oder unrichtiger Angaben im VIB nur nach Maßgabe des § 22 VermAnlG bestehen können. Es sind jedoch folgende Grenzen einzuhalten: Insgesamt darf der Verkaufspreis sämtlicher angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten 2,5 Mio. € nicht übersteigen und darf ein einzelner Anleger, der keine Kapitalgesellschaft ist (ein Anleger selbst in Form einer UG (haftungsbeschränkt) wäre somit von diesen Grenzen ausgenommen), in Vermögensanlagen desselben Emittenten nicht mehr als 1.000 € bzw. 10.000 € bei einem nach seiner Selbstauskunft frei verfügbaren Vermögen von mindestens 100.000 € bzw. mehr als den zweifachen Betrag seines durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens, höchstens jedoch 10.000 € investiert.

Die Einschränkung, dass für die Inanspruchnahme dieses Befreiungstatbestands für den Vertrieb der Vermögensanlagen keine erfolgsabhängige Vergütung gezahlt werden darf, ist hier nicht vorgesehen und wäre auch unvereinbar damit, dass Betreiber von Crowdfunding-Plattformen eine solche erfolgsabhängige Vergütung in der Regel beanspruchen werden. Dieser Vermittler unterliegt der gewerberechtlichen Erlaubnisspflichtigkeit nach § 34c I 1 Nr. 2 GewO und muss überdies nach § 34f. GewO als Finanzanlagenvermittler einen Sachkundenachweis durch eine vor der Industrie- und Handelskammer erfolgreich abzulegende Prüfung führen.

bb) Befreiungen für soziale und gemeinnützige Projekte gem. §§ 2 b, 2 c VermAnlG

Den Ausschluss einer erfolgsabhängigen Vertriebsvergütung sehen hingegen §§ 2 b I 1 Nr. 1 und 2 c I 1 Nr. 1 VermAnlG vor. Dies bedeutet, dass letztlich der Vertrieb dieser Vermögensanlagen direkt durch den jeweiligen Projektinitiator und nicht mit Hilfe eines dritten Anlagevermittlers erfolgen muss. Die Grenze von 2,5 Mio. € für den Gesamtverkaufspreis aller Vermögensanlagen desselben Emittenten gilt auch hier, §§ 2 b I 1 Nr. 2, 2 c I Nr. 2 VermAnlG. Anstelle der auf den jeweiligen Anleger bezogenen Anlagegrenzen sieht § 2 b I 1 Nr. 3 VermAnlG eine Höchstgrenze für den vereinbarten jährlichen Sollzinssatz von 1,5% oder der marktüblichen Emissionsrendite für Anlagen am Kapitalmarkt in Hypothekenpfandbriefen mit gleicher Laufzeit vor, ebenso § 2 c I 1 Nr. 3 VermAnlG für gemeinnützige Projekte, wobei nach § 2 c I 3 VermAnlG die Vorgaben an die Erstellung und Bekanntmachung von Jahresberichten und deren Prüfung nach §§ 23 – 25 VermAnlG bei Beachtung der Vorgaben von Nrn. 1 und 3 dann nicht gelten, wenn sämtliche angebotenen Vermögensanlagen desselben Emittenten 250.000 € nicht übersteigen. Weitergehende Beschränkungen sehen die Befreiungstatbestände hinsichtlich der Emittenten vor: So darf der Emittent, der satzungsmäßig eine soziale Zielsetzung verfolgt, keine höhere Bilanzsumme und in den letzten zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag keine höheren Umsätze als jeweils 10 Mio. € aufweisen, § 2 b II 1 VermAnlG. In den Genuss der Befreiung von § 2 c VermAnlG gelangen nach § 2 c II Nr. 1 VermAnlG nur Körperschaften, die nach § 52 II 1 AO als gemeinnützig anerkannt sind (abgesehen von inländischen Kirchen oder Religionsgemeinschaften nach Nr. 2).

Die Praxiserfahrungen mit diesen Befreiungsvorschriften waren Gegenstand eines im Auftrag des Bundesfinanzministeriums vom *ifo Institut/Hornuf/Klöhn* erstellten Berichts vom 28.10.2016. Nach seinen Feststellungen spielen in der Praxis die Befreiungstatbestände der §§ 2 b, c VermAnlG keine Rolle (S. 96 ff. des Abschlussberichts). Fraglich ist allerdings, ob dies an der Ungeeignetheit dieser Befreiungstatbestände liegt, oder schlicht daran, dass ihre Existenz, anders als das über eine „Lobby“ verfügende Crowdfunding, noch nicht so sehr in das Bewusstsein der hierfür in Betracht kommenden Emittenten gedrungen ist. Zumindest scheint aber die Gesamtemissionsgrenze von 2,5 Mio. € den jeweils in der Praxis anzutreffenden sozialen und gemeinnützigen Emissionsvolumina zu entsprechen (S. 68 des Abschlussberichts). Auch die Festschreibung der Obergrenze für den Sollzinssatz dürfte keine bedeutendere Rolle gespielt haben, da er nach den Erhebungen des Abschlussberichts in 2016 bei sozialen Projekten im Rahmen von 1 – 2,25% und bei gemeinnützigen Zwecken sogar bei 0% lag (S. 61 des Abschlussberichts). Dennoch mag eine entsprechende Diversifizierung der Sollzinssatzhöchstgrenzen in §§ 2 b und 2 c VermAnlG je nachdem, ob es sich um ein soziales, oder gemeinnütziges Projekt handelt, sinnvoll sein. Überdies wäre zu bedenken, ob es nicht

auch für die Privilegierung nach § 2b II VermAnlG ausreichen würde, dass der jeweilige Projektträger lediglich satzungsmäßig einen sozialen Zweck verfolgt, und die eher willkürlich erscheinenden Höchstgrenzen für Bilanzsumme und Umsätze, die auch durch § 2c II VermAnlG nicht vorgegeben sind, gestrichen werden; stattdessen sollte der Anwendungsbereich von § 2b VermAnlG entsprechend Art. 3 Id (i) EuSEF-VO auf alle KMUs erweitert werden, auch soweit sie an einem Wachstumsmarkt für KMUs im Sinne von Art. 4 I Nrn. 12 und 13 MiFID II-RL (Richtlinie 2014/65/EU) notiert sind, so wie etwa dem neuen Freiverkehrssegment Scale der Deutsche Börse (hierzu oben II.1b, bb). Nach den Feststellungen des Abschlussberichts suchen Emittenten allerdings vorrangig die völlige Freistellung von den Beschränkungen des VermAnlG durch Nutzung der Struktur einer Genossenschaft zu erreichen, da diese, weitergehend als die Befreiungstatbestände der §§ 2a–c VermAnlG, auch vom Erfordernis der Erstellung eines VIB befreit. Allerdings ist dann ein Angebot der Vermögensanlagen nur an Mitglieder und nicht an Dritte möglich.

Für ein solches öffentliches Angebot wird aber in der Praxis trotz der dort vorgesehenen Anlagegrenzen wohl nahezu ausschließlich vom Befreiungstatbestand des § 2a VermAnlG Gebrauch gemacht (S. 64, 96 des Abschlussberichts). Die Befreiungstatbestände der §§ 2b und c VermAnlG schließen allerdings das öffentliche Angebot über eine Internet-Plattform nicht aus, sondern nur den Ansatz einer erfolgsabhängigen Vertriebsvergütung. Das Einwerben von Vermögensanlagen in Form partiarischer Darlehen oder Nachrangdarlehen (auf diese sind die Befreiungstatbestände beschränkt) über eine Internetplattform bleibt daher den Initiatoren sozialer oder gemeinnütziger Projekte ohne betragsmäßige Beschränkung der einzelnen Anlagen, sondern unter Beachtung allein des Höchstbetrags von 2,5 Mio. € für das Gesamtinvestment möglich. Dabei ist dieses Gesamtinvestment auf den jeweiligen Emittenten zu beziehen. Würde also der Initiator verschiedene soziale Projekte, die jeweils über eigene Projektgesellschaften organisiert sind (Entsprechendes würde für den Initiator gemeinnütziger Projekte gelten, sofern die jeweiligen Projektgesellschaften als gemeinnützig anerkannt sind), Vermögensanlagen anbieten, ist diese Höchstgrenze richtigerweise auf das Investment in die jeweilige Projektgesellschaft zu beziehen.

III. Ergebnis

1. Soziale und gemeinnützige Zwecke können ohne weiteres auf direktem Weg durch steuerlich begünstigte Spenden an gemeinnützige Vereine oder auch durch Stiftungsgeschäfte verfolgt werden. Da hiermit keinerlei Anlagezweck verbunden ist, sondern diese Gelder schenkungsweise für die als förderungswürdig anerkannten gemeinnützigen Zwecke zugewandt werden, ist das Kapitalanlagerecht hiervon nicht betroffen; die ordnungsgemäße Verwendung der Spenden wird nur stichprobenartig von den Finanzämtern überprüft. Ebenso fällt die Beteiligung an einer Genossenschaft weder unter das KAGB noch, sofern keine Vertriebs-

gebühr verlangt wird, unter das VermAnlG. Jedoch ist die Genossenschaft allein den Mitgliederinteressen verschrieben und unterliegt die Ordnungsmäßigkeit der Geschäftsführung der Genossenschaft der regelmäßigen Prüfung (mindestens in jedem zweiten Geschäftsjahr) durch den Prüfungsverband, §§ 53 ff. GenG. Überschreitet die Genossenschaft diese Grenzen, indem sie bspw. Vermögensanlagen von Nichtmitgliedern einwirbt, betreibt sie ein unzulässiges Investmentgeschäft, gegen das die BaFin einschreiten kann. Damit übernehmen die jeweils prüfenden Verbände quasi die Aufsicht stellvertretend für die BaFin.

2. Soziale und gemeinnützige Zwecke können überdies über kollektive Investmentvermögen bzw. alternative Investmentfonds gefördert werden. Hierfür ist der Anwendungsbereich des VermAnlG durch dessen § 1 II ausgeschlossen; auch Risikokapitalfonds, Sozialfonds oder Langfristfonds nach der EuVECA-VO, EuSEF-VO oder ELTIF-VO sind Investmentvermögen „im Sinne“ von § 1 I KAGB und unterfallen somit dieser Ausnahmeregelung. „Kleine“ Publikums-AIFM, die nicht mehr als 100 Mio. € an Vermögenswerten verwalten (einschließlich Leverage) unterliegen nach § 2 V KAGB nicht der Erlaubnis-, sondern nur der Registrierungspflicht, jedoch haben sie für die Bestellung einer Verwahrstelle nach §§ 80 ff. KAGB zu sorgen und vor dem Vertrieb einen Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen unter drucktechnischer Hervorhebung zu veröffentlichen, dass sie über keine KAGB-Erlaubnis verfügen. Speziell für die Erleichterung der europaweiten Kapitalbeschaffung für Venture Capital-Finanzierungen, Investments mit nachhaltiger sozialer Wirkung und für langfristige Infrastrukturprojekte hat der europäische Gesetzgeber die EuVECA-VO, die EuSEF-VO und die ELTIF-VO bereit gestellt. Während allerdings durch die Registrierung nach der EuVECA-VO und der EuSEF-VO für die betreffenden Verwalter nur noch das Regelwerk dieser Verordnungen gilt (Opt-In), sieht die ELTIF-VO eine parallele Anwendbarkeit vor, Art. 7 II ELTIF-VO. Nicht nur der jeweilige Anlagefokus dieser Verordnungen unterscheidet sich, sondern auch der jeweilige Anlegerkreis: Während die EuVECA-VO, Art. 6 I lit. a, ein Mindestinvestment von 100.000 € vorsieht, soll nun nach dem Vorschlag des Europäischen Parlaments vom 30.3.2017 diese Mindestinvestmentsumme für Sozialfonds auf zumindest 50.000 € gesenkt werden; die ELTIF-VO lässt demgegenüber auch den Vertrieb an Kleinanleger zu, verbunden allerdings mit dem Erfordernis einer Verwahrstelle und der vorherigen Veröffentlichung eines Prospekts, Art. 23 ELTIF-VO. In allen Fällen wird es nach Maßgabe der ab dem 1.1.2018 anwendbaren PRI-IP-VO der Veröffentlichung eines Basisinformationsblatts bedürfen.

3. Das öffentliche Angebot von Unternehmensbeteiligungen (mit Ausnahme von unter das WpPG fallenden Aktien oder Anteilen an Investmentvermögen) fällt demgegenüber unter die Regulierung des VermAnlG und unterliegt hierbei vor allem dem Erfordernis der Erstellung eines Verkaufsprospekts, eines Vermögensanlagen-Informationsblatts sowie der Erstellung und

Prüfung eines Jahres- und Lageberichts. Lediglich für die durch das am 10.7.2015 in Kraft getretene Kleinanlegerschutzgesetz neu in den Schutzbereich des VermAnlG aufgenommenen Vermögensanlagen in Form partiarischer Darlehen, Nachrangdarlehen oder sonstiger verzinsten und rückzahlbarer Geldanlagen, sind die Befreiungstatbestände für Crowdfunding sowie für soziale und gemeinnützige Zwecke in §§ 2 a–c VermAnlG

eingeführt worden. Insoweit scheinen in der Praxis die Befreiungstatbestände der §§ 2 b, c VermAnlG, die keine Einzelanlagegrenzen vorsehen, bislang noch „terra incognita“ zu sein, da sie in der Praxis noch so gut wie nicht zur Anwendung gelangt sind. Dabei könnten gerade sie für das Direktangebot von Vermögensanlagen durch Initiatoren sozialer und gemeinnütziger Projekte geeignet sein. ■