

Recht der Finanzinstrumente

1. 2019

Betriebs-Berater Kapitalmarkt

9. Jg. | 18.2.2019 | Seiten 1-96 | www.rdf-online.de

EDITORIAL AUFsätze

Prof. Dr. Heribert M. Anzinger: Cum/Fake – Rechts-, Technik- oder Marktversagen? 1

AUFSICHTSRECHT

Dr. Harald Glander und Yaprak Ağırman: Auswirkungen des Brexit auf die deutsche Fondsindustrie und den Marktzugang von UK-Finanzdienstleistern 4

Tanja Aschenbeck und Thorge Drefke: EU-Crowdfunding-VO als (Teil-)Lösung der Regulierung von ICO – eine vertane Chance? 12

Dr. Günther Dobrauz-Saldapenna und Mark A. Schrackmann: ICO in der Schweiz – Status quo im Aufsichts- und Zivilrecht sowie aktuelle Marktentwicklung 20

Prof. Dr. Christoph Schalast: Staatsanleihenankauf der EZB zwischen EuGH und BVerfG – Ultra Vires II 27

STEUERRECHT

Dr. Elmar Bindl und Dr. Rainer Stadler: Anzeigepflichten für grenzüberschreitende Steuergestaltungen – neue Tax-Compliance-Anforderungen bei Finanzinstrumenten 33

Dr. Dirk Niedling und Dr. Jan Hempelmann: Private Equity Fonds und das seit 2018 geltende Investmentsteuerrecht – praktische (Anwendungs-)Fragen 41

Hans-Jürgen A. Feyerabend: Typisch stille Beteiligungen bei Kreditinstituten und das Abzugsverbot des § 8 Abs. 3 S. 2, 2. Alt. KStG 49

RR Dr. Joachim Strohm: RdF-Rechtsprechungsreport zu 2018 veröffentlichten BFH-Urteilen zur Abgeltungsteuer 57

BILANZRECHT

Dr. Christian Altvater und Judith Gehr: Handels- und steuerbilanzielle Fragen bei der Portierung von Zinsderivate-Portfolien zwischen zentralen Kontrahenten 65

LÄNDERREPORT

Dr. Markus Heidinger, Dr. Niklas Schmidt und Melanie Dimitrov: RdF-Länderreport Österreich: Aktuelle Entwicklungen im Aufsichts-, Zivil-, Steuer- und Bilanzrecht für den Kapitalmarkt 73

WORKSHOP

Martin Mager: RdF-Workshop „Digitale Finanzinstrumente: Kryptowährungen und Initial Coin Offerings – Aufsichtsrecht, Zivilrecht, Bilanzierung, Steuerrecht“ am 8.11.2018 in Frankfurt a. M. 93

EU-Crowdfunding-VO als (Teil-)Lösung der Regulierung von ICO – eine vertane Chance?

Neben Crowdfunding als mittlerweile altbekanntem Phänomen gerät neuerdings auch der Initial Coin Offering (ICO) vermehrt in den Blickpunkt der Europäischen Union. Spätestens ab 2016 bekamen ICO mediale Aufmerksamkeit. Hinzu kamen Hypes 2017 mit Rekorderlösen über 4 Mrd. Euro, welche deutlich jenseits üblicher europäischer Volumina von Crowdfunding lagen. Da sowohl Crowdfunding als auch ICO zur (alternativen) Finanzierung von digitalen (Frühphasen-)Projekten genutzt werden, werden ICO mittlerweile als „Crowdfunding 2.0“ gehandelt. Im Zuge einer europaweiten Regulierung von Crowdfunding, wollte der zuständige ECON-Ausschuss ICO gleich mitregeln. Doch obwohl sich konkrete Vorschläge zu einer Einbeziehung von ICO zwischenzeitlich in der geplanten EU-Crowdfunding-Verordnung wiederfanden, fehlen diese letztendlich im entsprechenden Abschlussbericht. Der nachfolgende Artikel stellt einerseits die wesentlichen Grundpfeiler der geplanten EU-Crowdfunding-Verordnung dar und erläutert andererseits, wie es zu einer (späteren Nicht-)Einbeziehung von ICO kam. Dadurch wird ein Ausblick auf rechtliche, praktische und politische Auswirkungen für Crowdfunding-Projekte vorgenommen.

Tanja Aschenbeck, LL.M. (San Francisco), RAin/FAinStR, und Thorge Drefke, RA

I. Einführung

1. Aktueller Regulierungsstand

Aktuell sind weder Crowdfunding noch ICO europaweit geregelt. Aus europäischer Perspektive wurde Crowdfunding lange Zeit nur aufmerksam von der Europäischen Kommission (*EU-Kommission*) und europäischen Aufsichtsbehörden beobachtet.¹ Die nationalen Gesetzgeber waren deutlich schneller – eine (teilweise) nationale Crowdfunding-Regulierung findet sich mittlerweile in elf von 28 Mitgliedstaaten.² Demgegenüber existieren derzeit – trotz erster Regulierungsansätze – keine nationalen „ICO-Gesetze“, obwohl den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) überspannend bereits erste Ansätze einer Regulierung der Blockchain (und damit teils auch ICO) in Malta, Gibraltar und Liechtenstein (teils in Gesetzesform) angestoßen wurden.

a) Crowdfunding

aa) Nationale Regelungen

Mit dem Kleinanlegerschutzgesetz (*KASG*),³ kennt das deutsche Recht seit 2015 eine Crowdfunding-Regulierung. Indem der nationale Gesetzgeber die zu der Zeit für Crowdfunding überwiegend genutzten (partiarischen) Nachrangdarlehen sowie wirtschaftlich vergleichbare Anlagen in § 1 Abs. 2 Nr. 7 *VermAnIG* in den regulierten Kreis der Vermögensanlagen nach dem Vermögensanlagengesetz (*VermAnIG*) einbezog, besteht für diese nun auch eine Prospektpflicht. Zeitgleich führte der nationale Gesetzgeber allerdings auch eine Befreiung u. a. für Schwarmfinanzierungen nach § 2a *VermAnIG* (Crowdfunding-Ausnahme)

ein. Die *Crowdfunding-Ausnahme* befreit von wesentlichen (Prospekt-)Pflichten nach dem *VermAnIG*, sofern bestimmte Anforderungen vom Projektinitiator oder Start-up als Emittent der Vermögensanlage (Emittent) und der Internet-Dienstleistungsplattform (Crowdfunding-Plattform) erfüllt werden.

Die Crowdfunding-Plattform erbringt i. d. R. Anlagevermittlung i. S. v. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 Kreditwesengesetz (*KWG*), was grundsätzlich einer Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 S. 1 *KWG* als Fi-

1 Insbes. EU-Kommission, Mitteilung der Kommission an andere EU-Institutionen zur Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der EU vom 27.3.2014, COM (2014) 172 final; European Banking Authority (EBA), Opinion of the European Banking Authority on lending-based Crowdfunding, 26.2.2015, EBA/Op/2015/03; European Securities and Markets Authority (ESMA), Opinion on investment-based Crowdfunding, 18.12.2014, ESMA/2014/1378; EU-Kommission, Grünbuch „Schaffung einer Kapitalmarktunion“, 18.2.2015, COM (2015) 63 final, S. 17f.; EU-Kommission, Bericht zu Crowdfunding in der EU-Kapitalmarktunion, 3.5.2016, SWD (2016) 154 final, S. 31.

2 Deutschland, Vereinigtes Königreich, Frankreich, Italien, Spanien, Belgien, Österreich, Niederlande, Finnland, Litauen und Portugal; vgl. zu Details European Crowdfunding Network (ECN), Review of Crowdfunding Regulation 2017 – Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel, Dezember 2017, abrufbar unter https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf (Abruf: 9.11.2018) sowie EU-Kommission, Annex A.1. zu „Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU“ (Crowdfunding-Studie), Dezember 2017, abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/publications/171216-crowdfunding-regulatory-obstacles-crossborder-development_en (Abruf: 9.11.2018).

3 BGBl. I 2015, 1114 ff.

nanzdienstleistungsinstitut bedarf. Sofern die Crowdfunding-Plattform ausschließlich Vermögensanlagen⁴ zwischen Emittenten (oder Anbietern) von Vermögensanlagen und Anlegern vermittelt, gilt jedoch eine Ausnahme nach § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG. In diesen Fällen ist lediglich eine Erlaubnis als Finanzanlagenvermittler nach § 34f Abs. 1 S. 1 Nr. 3 Gewerbeordnung (*GewO*) von der IHK bzw. vom Gewerbeaufsichtsamt erforderlich,⁵ die wesentlich geringere Anforderungen stellt. Zudem sind laufende Sorgfalts-, Verhaltens-, Dokumentations- sowie Berichtspflichten nach der Finanzanlagenvermittlungsverordnung (*FinVermV*) durch Crowdfunding-Plattformen zu beachten.

Damit positionierte der deutsche Gesetzgeber Crowdfunding außerhalb des europarechtlich geprägten und durch die seinerzeitige Wertpapier-Prospektrichtlinie⁶ bereits harmonisierten Wertpapierrechts.

bb) Europäische Regulierungsansätze

Crowdfunding wurde lange nicht als europäisches Thema identifiziert und stand – wenig überzeugend – mit dem Verweis auf eine starke lokale Natur und damit eher nationale Ausrichtung der Märkte in Brüssel nicht im Fokus.⁷ Ein erster Grundstein zur Förderung von FinTechs wurde am 20.7.2017 mit Inkrafttreten der EU-Wertpapierprospektverordnung (WpVO)⁸ gelegt. Die WpVO sieht eine summenmäßige Erhöhung der Ausnahme von einer Prospektspflicht für Wertpapiere von EU-weit bislang 100.000 Euro auf 1 Mio. Euro sowie eine Option für die Mitgliedstaaten vor, rein nationale Angebote mit einem Volumen von bis zu 8 Mio. Euro von der Prospektspflicht zu befreien. Dieses erregte auch in der Crowdfunding-Branche durchaus großes Interesse. In Deutschland wurden mit dem Optionsausübungsgesetz⁹ Wertpapierangebote bis zu 8 Mio. Euro von einer Prospektspflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG) befreit, welches für deutsche (oft vorwiegend vom Anlegerschutz bestimmte) Verhältnisse durchaus erstaunlich ist.

b) ICO

aa) Nationale Regelungsansätze

ICO sind in Deutschland keine rechtliche „Carte Blanche“. Trotz des Fehlens eines spezifischen „ICO-Gesetzes“ können die im Rahmen des ICO ausgegebenen digitalen Werteinheiten (Token) unter bestehendes Aufsichtsrecht fallen.

Bereits im Jahr 2013 legte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) fest, dass Bitcoins als Rechnungseinheiten¹⁰ i.S.v. § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 7 Alt. 2 KWG zu verstehen seien und daher Finanzinstrumente in diesem Sinne darstellen.¹¹ Die BaFin erweiterte diese Ansicht im Laufe der Zeit „grundsätzlich“¹² auf alle virtuellen Währungen sowie auch „in aller Regel“ allgemein auf Token.¹³ Auch seien sämtliche virtuel-

len Währungen (und auch Token) weder gesetzliche Zahlungsmittel noch E-Geld i.S.v. (nun) § 1 Abs. 2 S. 3 Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz (ZAG), da es i.d.R. an einem zentralen Emittenten, der das E-Geld ausgeben würde, mangle.¹⁴ Im Rahmen von ICO kann dies je nach Ausgestaltung allerdings unterschiedlich sein: Sofern hinter der Ausgabe und Verwaltung organisatorisch eine zentrale Stelle steht, kann dies laut BaFin¹⁵ zum Betreiben des E-Geld-Geschäfts führen (insbes. relevant für bestimmte Currency Token¹⁶).

Die BaFin hat in Bezug auf ICO zunächst im November 2017 Verbraucherwarnungen für ICO veröffentlicht.¹⁷ Im Februar¹⁸ sowie

4 Neben Vermögensanlagen darf er auch Anteile an Investmentvermögen nach § 1 Abs. 1 S. 1 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) vermitteln.

5 Das differiert je nach Bundesland, z.B. in NRW die IHK, in Berlin das Gewerbeaufsichtsamt Charlottenburg.

6 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABIEU vom 31.2.2003, L 345, 64.

7 SWD (2016) 154 final, S. 31; zur Kritik *Aschenbeck/Drefke*, in: *Klebeck/Dobrauz* (Hrsg.), *Rechtshandbuch Digitale Finanzdienstleistungen*, 2018, Rn. 122 f.

8 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABIEU vom 30.6.2017, L 168, 12.

9 Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze vom 10. Juli 2018, BGBl. I 2018, 1102 ff.

10 *S. Aschenbeck*, *Regulation of Bitcoins in Germany: First comprehensive statement on Bitcoins by German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)*, *Bitcoin-Magazin* vom 5.2.2014, abrufbar unter <https://bitcoinmagazine.com/articles/regulation-bitcoins-germany-first-comprehensive-statement-bitcoins-german-federal-financial-supervisory-authority-bafin-1391637959/> (Abruf: 22.11.2018).

11 Vgl. BaFin, *Virtuelle Währungen/Virtual Currencies (VC)*, 28.4.2016, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node.html (Abruf: 6.11.2018).

12 BaFin (Fn. 11).

13 BaFin, *Initial Coin Offerings: Hohe Risiken für Verbraucher*, 15.11.2017, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1711 ICO.html (Abruf: 6.11.2018).

14 BaFin (Fn. 11).

15 BaFin (Fn. 11).

16 Currency Token (am bekanntesten: Bitcoins) gehen über ihre Funktion als Kryptowährung grundsätzlich nicht hinaus und sollen als dezentral gespeicherter Geldersatz dienen. Sie fungieren als Zahlungsmittel, um Waren oder Dienstleistungen kaufen zu können.

17 BaFin, *Verbraucherwarnung: Risiken von Initial Coin Offerings (ICOs)*, 9.11.2017, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2017/meldung_171109_ICOs.html (Abruf: 6.11.2018).

18 BaFin, 20.2.2018 – WA 11-QB 4100-2017/0010, *Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht*, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (Abruf: 7.11.2018).

August 2018¹⁹ veröffentlichte sie Stellungnahmen, die sich mit der regulatorischen Kategorisierung von Token befassen. Danach können Token im Einzelfall Wertpapiere i. S. v. § 2 Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)²⁰ bzw. § 2 Nr. 1 WpPG²¹ darstellen – ungeachtet einer möglichen Verbriefung oder der Bezeichnung.²² Entscheidend seien die im Einzelfall in dem Token verkörperten Gesellschafterrechte sowie schuldrechtliche oder vergleichbare Ansprüche.²³ Diese Anteile an einem Investmentvermögen könnten auch als Vermögensanlage nach dem KAGB²⁴ oder – subsidiär – als Vermögensanlage nach dem VermAnlG anzusehen sein. Folge sei die Anwendbarkeit von Verhaltens-, Transparenz- und Marktmissbrauchsanforderungen²⁵ von den Handel von Token ermöglichenden Intermediären wie Krypto-Handelsplattformen und Prospektspflichten von Token-Issuern. Zudem bestünden Erlaubnispflichten nach dem KWG und dem ZAG für Intermediäre.²⁶

Der Auffassung der BaFin betreffend Bitcoins ist zuletzt das KG Berlin in einer medial stark begleiteten strafrechtlichen Revisionsentscheidung entgegengetreten.²⁷ Bitcoins seien keine Finanzinstrumente i. S. v. Rechnungseinheiten i. S. d. KWG und der „Handel“ mit Bitcoins nicht nach § 32 KWG erlaubnispflichtig (und dementsprechend ein „Handel“ ohne Erlaubnis nicht nach § 54 KWG strafbar). Abgesehen von der fragwürdigen Begründung des KG dürfte das Urteil wohl geringe Auswirkungen auf mittels ICO ausgegebene Token allgemein haben, da diese Token i. d. R. ohnehin anders ausgestaltet sind als Bitcoins. Zudem ist die Auffassung eines Straferichters nicht bindend.

bb) Europäische Regulierungsansätze

Bislang gab es keinen unmittelbaren europäischen Regulierungsansatz zu ICO oder Token. Die ESMA veröffentlichte lediglich Warnungen für Investoren²⁸ und ICO-Beteiligte wie Token-Issuer und Handelsplattformen.²⁹ Zudem beabsichtigte die EU-Kommission bis Ende 2018 zusammen mit weiteren europäischen Institutionen zu prüfen, ob Regulierungsmaßnahmen auf EU-Ebene erforderlich seien.³⁰

2. Aktueller Stand des Ordnungsverfahrens

a) Vorschlag einer Regulierung durch EU-Kommission

Nachdem zwischenzeitlich mehrere Studien zum grenzüberschreitenden Crowdfunding von der EU-Kommission in Auftrag gegeben wurden,³¹ rückten diese eine europäische Regulierung von Crowdfunding Ende 2017 in den Fokus.³² Dies wurde durch einen im März 2018 veröffentlichten FinTech-Aktionsplan der EU-Kommission bestätigt.³³ Die Ernsthaftigkeit der Absichten der EU-Kommission wurde durch die Annahme und Veröffentlichung eines Entwurfs einer Verordnung für Crowdfunding³⁴ (*Ursprungsentwurf*) noch an demselben Tag unterstrichen.

b) Änderungsvorschläge durch ECON-Bericht

Am 10.8.2018 präsentierte der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (Committee on Economic and Monetary Affairs – ECON) einen Berichtsentwurf inklusive Änderungsvorschläge zur Änderung des Ursprungsentwurfs.³⁵ Die Ersten Änderungsvorschläge enthielten insgesamt 136 (!) Änderungsanträge.³⁶ Von der Möglichkeit, weitere Änderungsanträge bis zum 11.9.2018 einzureichen, wurde von ECON-Mitgliedern

19 *Fußwinkel/Kreiterling*, BaFinPerspektiven 1/2018, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinPerspektiven/2018/bp_18-1_digitalisierung.html (Abruf: 7.11.2018), 49 ff.

20 Entspricht Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (MiFID II), ABIEU vom 12.6.2014, L 173, 349, Art. 4 Abs. 1 Nr. 44.

21 Vgl. weitere Kapitalmarktgesetze bzw. EU-Verordnungen, wie z. B. das Depotgesetz oder die Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (Market Abuse Regulation – MAR); m. w. N. *Weitnauer*, BKR 2018, 233.

22 BaFin (Fn. 18), Ziff. 1. a).

23 BaFin (Fn. 18), Ziff. 1. a).

24 *Weitnauer* (Fn. 21), 234 f.

25 Nach WpHG und MAR; so auch *Spindler*, WM 2018, 2117 f.

26 BaFin (Fn. 18), Ziff. 4.

27 KG Berlin, 25.9.2018 – (4) 161 Ss 28/18 (35/18); BB 2018, 2705; Entscheidungsskizze *Kunz*, RdF 2019, 87, in diesem Heft.

28 ESMA, 13.11.2017, ESMA50-157-829, ESMA alerts investors to high risks of Initial Coin Offerings (ICO), abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf (Abruf: 6.11.2018).

29 ESMA, 13.11.2018, ESMA50-157-828, ESMA alerts firms involved in *Initial Coin Offerings* (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements, abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf (Abruf: 6.11.2018).

30 EU-Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, FinTech-Aktionsplan: Für einen wettbewerbsfähigeren und innovativeren EU-Finanzsektor, 8.3.2018, COM (2018) 109 final, S. 8.

31 EU-Kommission (Fn. 2).

32 Vgl. das auf Grundlage der in Fn. 2 genannten Studie erstellte Inception impact assessment „Legal proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance“ (Ref. Ares(2017)5288649), das vier Szenarien einer (europäischen) Regulierung analysierte – von weiterem Monitoring, über Eigenregulierung und einer Opt-in- sowie verbindlichen EU-Regulierung von Crowdfunding.

33 EU-Kommission (Fn. 30), S. 8.

34 EU-Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen vom 8.3.2018, COM (2018) 113 final; begleitet durch den Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II-Änderungsrichtlinie), COM (2018) 99 final.

35 ECON, Entwurf eines Berichts über den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen vom 10.8.2018, (COM (2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)), PE626.662 (Erste Änderungsvorschläge).

36 ECON (Fn. 35), S. 84.

rege (weitere 198 Änderungsanträge) Gebrauch gemacht³⁷ (insgesamt: ECON-Änderungsvorschläge). Die ECON-Änderungsvorschläge wurden am 9.10.2018 im ECON-Ausschuss beraten.³⁸ Am 5.11.2018 beschloss der ECON-Ausschuss den weitgehend durch die ECON-Änderungsvorschläge angepassten Ursprungsentwurf (ECON-Beschluss).³⁹ Über diesen soll nun im Rat der EU verhandelt werden.⁴⁰

II. Grundpfeiler des geplanten Crowdfunding-Regulierungskonzepts

1. Hintergrund des Ursprungsentwurfs

Diese erste gezielte EU-Maßnahme bezüglich Crowdfunding soll der Vielzahl von unterschiedlichen nationalen Regelungen für die Crowdfunding-Dienstleister flexibel entgegenwirken.⁴¹

2. Wesentliche Eckpunkte des Ursprungsentwurfs

a) Anwendungsbereich

Die Regulierung soll anwendbar sein für Crowdfunding-Dienstleister, die eine nach Art. 10⁴² durch die ESMA zulassungspflichtige Crowdfunding-Dienstleistung erbringen wollen. Crowdfunding-Dienstleistungen umfassen nach Art. 3 Abs. 1 Buchst. a die Zusammenführung von Geschäftsfinanzierungsinteressen von Investoren (Art. 3 Abs. 1 Buchst. g) und Projektträgern (Art. 3 Abs. 1 Buchst. f, sprich die Projektinitiatoren) mithilfe einer Crowdfunding-Plattform (Art. 3 Abs. 1 Buchst. b), u. a. durch:

- die Vermittlung von Krediten oder
- die Platzierung übertragbarer Wertpapiere, die von Projektträgern emittiert wurden, ohne feste Übernahmeverpflichtung i. S. d. Anhangs I Abschn. A Nr. 7 MiFID II (in Deutschland Platzierungsgeschäft i. S. v. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1c KWG) sowie die Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen i. S. d. Anhangs I Abschn. A Nr. 1 MiFID II (in Deutschland Anlagevermittlung i. S. v. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG) in Bezug auf diese übertragbaren Wertpapiere.

Damit soll sowohl kreditbasiertes (Vermittlung von Krediten) als auch investitionsbasiertes (Platzierung oder Vermittlung von übertragbaren Wertpapieren) Crowdfunding erfasst werden.⁴³ Ob unter erstere die in Deutschland fast ausschließlich genutzten (partiarischen) Nachrangdarlehen (debt-based crowdfunding) fallen, und nicht nur die ersichtlich erstrebte Regulierung von sog. Peer-to-Peer-Lending, ist unsicher. Zumindest nach dem Wortlaut dürften auch (partiarische) Nachrangdarlehen „Kredite“ i. S. v. Art. 3 Abs. 1 Buchst. a darstellen.

Von dem geplanten Anwendungsbereich sollen direkt und explizit nach Art. 2 Abs. 2 allerdings die folgenden, durchaus beachtlichen Bereiche des Crowdfunding ausgenommen werden:

- *Crowdlending an Verbraucher*: Sofern Projektträger (also Kapitalsuchende) Verbraucher⁴⁴ sind, soll die Regulierung

nicht anwendbar sein (Art. 2 Abs. 2 Buchst. a). Hiermit wird der größte Teil des europäischen alternativen Finanzierungs-Markts mit fast 34% im Jahr 2016 (fast 697 Mio. Euro)⁴⁵ ausgenommen. Das erfasste Crowdlending an Unternehmer stellt demgegenüber nur einen Anteil von 17% (fast 350 Mio. Euro) im Markt für alternative Finanzierungen dar.⁴⁶ Hintergrund dieser Einschränkung sei laut EU-Kommission, dass Crowdfunding vorrangig Unternehmensfinanzierungen diene.

- *Abgrenzung zu MiFID-Erlaubnisinhabern*: Sofern Crowdfunding-Dienstleister bereits über eine MiFID (II)-Erlaubnis als Wertpapierdienstleistungsunternehmen von nationalen Behörden verfügen,⁴⁷ sollen diese nicht der Regulierung unterfallen (Art. 2 Abs. 2 Buchst. b). Hintergrund ist, dass Unternehmen, die eine höhere Anforderungen stellende MiFID (II)-Erlaubnis erhalten haben, auch Crowdfunding-Dienstleistungen (weiterhin) erbringen können sollen.⁴⁸
- *Opt-in-Möglichkeit*: Unternehmen, die unter Nutzung der Regulierung EU-weit tätig sein wollen, müssen die Erlaubnis aktiv beantragen (Art. 2 Abs. 2 Buchst. c). Kleine (eher national ausgerichtete) Crowdfunding-Dienstleister sollen nicht gezwungen sein, eine europaweite Erlaubnis zu beantragen und können ihre nationale Erlaubnis (in Deutschland

37 ECON, Entwurf der Tagesordnung für 8. und 9.10.2018 (Zweite Änderungsvorschläge), ECON(2018)1008_1, abrufbar unter www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+COMPARL+ECON-OJ-20181008-1+01+DOC+PDF+VO//DE&language=DE.

38 ECON, Newsletter October 2018, abrufbar unter www.europarl.europa.eu/cmsdata/154321/ECON_Newsletter_October_2018.pdf (Abruf: 12.11.2018), S. 2.

39 ECON, Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)), 9.11.2018, A8-0364/2018, abrufbar unter www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2018-0364+0+DOC+PDF+VO//EN (Abruf: 7.11.2018).

40 ECON, PM vom 6.11.2018, abrufbar unter www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20181105IPR18253/new-eu-rules-to-boost-crowdfunding-platforms-and-protect-investors (Abruf: 7.11.2018).

41 EU-Kommission (Fn. 34), Erwägungsgrund 7, S. 14.

42 Soweit nicht gesondert gekennzeichnet, sind Art. solche des Ursprungsentwurfs, EU-Kommission (Fn. 34).

43 So EU-Kommission (Fn. 34), Erwägungsgrund 1.

44 Vgl. Richtlinie 2008/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. April 2008 über Verbraucherkreditverträge und zur Aufhebung der Richtlinie 87/102/EWG des Rates, ABIEU vom 22.5.2008, L 133, 66, Art. 3 Buchst. a.

45 University of Cambridge, Expanding Horizons, The 3rd European Alternative Finance Industry Benchmarking Report, November 2017 (AF-Report), S. 28.

46 University of Cambridge (Fn. 45).

47 In Deutschland ist dies eine Erlaubnis nach § 32 KWG.

48 Gleichzeitig mit der Regulierung soll die MiFID II-Richtlinie dergestalt geändert werden, dass Crowdfunding-Dienstleister, die eine Zulassung nach Art. 10 erhalten haben, keine Erlaubnis nach MiFID II für Crowdfunding-Dienstleistungen benötigen sollen (vgl. Fn. 34).

i. d. R. als Finanzanlagenvermittler nach § 34f GewO) weiter nutzen.

- *Schwellenwert für Crowdfunding-Angebote:* Nur EU-weite Crowdfunding-Angebote bis zu 1 Mio. Euro sollen erfasst sein (Art. 2 Abs. 2 Buchst. d). Hintergrund sollte die harmonisierende Kohärenz zur WpVO sein, die europaweite Angebote von Wertpapieren bis zu 1 Mio. von einer Prospektspflicht ausnimmt (Art. 1 Abs. 3 WpVO). Angesichts des national deutlich höher liegenden Schwellenwerts (z. B. bei Wertpapier-Angeboten in Deutschland bis zu 8 Mio. Euro) war dies ein überaus diskussionswürdiger Punkt.

Daneben existieren für Projektträger nahezu keine Regelungen bzw. Anforderungen.⁴⁹ Misslich erscheint es, dass hierdurch weiterhin bestehende nationale (Prospekt-)Regime auf Projektträger anwendbar bleiben. Die Erstellung eines Prospekts geht mit erheblichem Zeit- und Kostenaufwand einher.⁵⁰ Zudem zwingen nicht harmonisierte Prospektregime weiterhin zu einer individuellen rechtlichen Analyse je Mitgliedstaat.

b) Erlaubnis

Nach Art. 10 Abs. 1 soll eine Erlaubnis zentral bei der ESMA beantragt werden; die ESMA ist dann auch für die laufende Aufsicht zuständig (Art. 12). Die Zulassungsanforderungen an Crowdfunding-Dienstleister nach Art. 10 Abs. 2 können als eine Art „MiFiD (II)-Erlaubnis“ angesehen werden. So sind Details zum Crowdfunding-Dienstleister, zum Geschäftsplan und Risikomanagement, Datenschutz, Geschäftsführung im Krisenfall und Auslagerungsvereinbarungen, Bearbeitung von Kundenbeschwerden sowie ggf. zu erbringenden Zahlungsdiensten und Nachweise zur Zuverlässigkeit („gut beleumundet“) und fachlichen Eignung („ausreichend Kenntnisse und Berufserfahrung für die Leitung des Crowdfunding-Dienstleisters“) erforderlich. Daneben können delegierte Rechtsakte der EU-Kommission Näheres regeln.

Besonderheit der Zulassung ist, dass sie unmittelbar und ohne jegliches – aus anderen Aufsichtsrechtsgebieten bekanntes (z. B. §§ 320ff. KAGB) – Notifizierungsverfahren in jedem Mitgliedstaat der EU gelten soll.⁵¹ Der Crowdfunding-Dienstleister hat bei Erbringung der Crowdfunding-Dienstleistungen Vorgaben zu Risikomanagement, Interessenkonflikten sowie Sorgfalts- und Dokumentationspflichten zu beachten. Diese rangieren – verglichen mit deutschem Crowdfunding-Aufsichtsrecht – wiederum zwischen reduzierten Pflichten für MiFiD (II)-Erlaubnisinhaber (z. B. Art. 14: Informationspflichten gegenüber Kunden) sowie Anforderungen an Betreiber von Crowdfunding-Plattformen (z. B. Art. 15: Kenntnisprüfung, die nahezu der Angemessenheitsprüfung in § 16 Abs. 3 FinVermV entspricht).

Auch soll der ESMA ein breites Eingriffsinstrumentarium (Art. 22–31) zur Seite stehen, das aus Informationssuchen, Vor-Ort-Prüfungen, Bußgeldanordnung (bis 5% des jährlichen Gesamtumsatzes), Zwangsgeldern sowie Veröffentlichung von vorgenannten Maßnahmen (naming and shaming) besteht.

c) Basisinformationsblatt

Zentrales Informationsdokument soll ein sog. Basisinformationsblatt (Art. 16) – vergleichbar mit den Informationsblättern nach dem WpPG (§ 3a WpPG) oder dem VermAnlG (§ 13 VermAnlG) – sein. Dieses sollte nach dem Ursprungsentwurf sechs DIN-A4-Seiten umfassen, vom Projektträger erstellt und vom Crowdfunding-Dienstleister den Investoren zur Verfügung gestellt werden. Es soll Informationen zu Crowdfunding-Dienstleistern und mehr Informationen im Falle von mittelbaren Crowdfunding-Dienstleistungen enthalten.⁵²

Damit würde auf europäischer Ebene ein weiteres Informationsblatt – neben Informationsblatt (Key Information Document – KID) nach PRIIP-Verordnung⁵³ und im Fondsbereich bekannten KIID (in Deutschland als wesentliche Anlegerinformationen (wAI) bekannt) – eingeführt. Dies dürfte die Übersichtlichkeit der europäischen wie nationalen Informationsblätterlandschaft nicht fördern und Investoren wie Projektträger verwirren.

3. Änderungen im ECON-Beschluss

Folgende zentrale Änderungen des Ursprungsentwurfs wurden im ECON-Beschluss getroffen:⁵⁴

- *Crowdfunding-Dienstleistungen neu definiert:* Crowdfunding-Dienstleistungen sollen neu eingeteilt werden in
 - *unmittelbare* Crowdfunding-Dienstleistungen, die die Zusammenführung von Investoren und Projektträgern/Projektinitiatoren erleichtern sollen, sowie
 - *mittelbare* Crowdfunding-Dienstleistungen, die die Zusammenführung von Investoren mit Projektträgern und

49 Ausnahme ist u. a. Art. 16 Abs. 1 S. 1, der regelt, dass Projektträger Basisinformationsblätter zu erstellen haben.

50 Die Verfasser schätzen den Aufwand eines Vermögensanlagen-Verkaufsprospekts aus ihrer Praxiserfahrung auf ca. 40 000–70 000 Euro.

51 Die unmittelbare Geltung einer „europäischen“ Erlaubnis ist bei Verordnungen im Fondsbereich bekannt, z. B. Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Risikokapitalfonds, ABIEU vom 25.4.2013, L 115, 1.

52 Vgl. Art. 16 Abs. 4a i. V. m. Anhang: Informationen zu Projektträger, Crowdfunding-Angebot des Projektträgers, Risiken, Informationen über das Wertpapier oder den Kreditvertrag, Investorenrechten sowie Gebühren und Rechtsbehelfen.

53 Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABIEU vom 22.5.2008, L 133, 66.

54 Vgl. ECON (Fn. 39).

die Bestimmung der Preisgestaltung und „Konfektionierung“ der Crowdfunding-Angebote, erleichtern sollen.

Mittelbare Crowdfunding-Dienstleistung umfassen nach dem neu eingefügten Art. 4a ECON-Beschluss

- Platzierungsgeschäft,
- Anlageberatung und
- Anlagevermittlung

in Bezug auf übertragbare Wertpapiere oder die Vermittlung von Krediten.

- *Ausweitung der Erlaubnis- und laufenden Anforderungen:* Der Antragsteller muss nun Nachweise zu vorzuhaltendem Kapital erbringen.⁵⁵ Das Kapital muss so ausgestattet sein, dass die finanziellen Konsequenzen eines möglichen Fehlverhaltens abgedeckt sind. Zudem hat der Crowdfunding-Dienstleister jährlich die Ausfallquoten von Crowdfunding-Projekten der letzten 24 Monate prominent zu veröffentlichen.
- *Erhöhung des Schwellenwerts:* Crowdfunding-Angebote bis 8 Mio. Euro sollen nun der Regulierung unterfallen.⁵⁶
- *Zuständigkeit nationaler Aufsichtsbehörden:* Die Aufsichtserfahrung der primär zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden (z.B. BaFin) soll genutzt werden, um Friktionen zwischen (bislang unerfahrener) ESMA und (erfahrenere) nationalen Aufsichtsbehörden zu vermeiden. Die ESMA soll – wie üblich bei europäischen Finanzaufsichtsregimen – sekundär technische Regulierungsstandards erarbeiten.⁵⁷
- *Änderungen beim Basisinformationsblatt:* Das Basisinformationsblatt soll nur noch drei DIN-A4-Seiten umfassen und bei wesentlichen Änderungen von dem Crowdfunding-Dienstleister zu aktualisieren sein.⁵⁸
- *Keine Einbeziehung von Crowdfunding-Dienstleistern aus Drittstaaten.*⁵⁹

III. Spezielle Einbeziehung von ICO durch die Verordnung

1. Erfassung von ICO durch Ursprungsentwurf

ICO wurden im Ursprungsentwurf nicht erwähnt. Die EU-Kommission hatte diese schlicht – ggf. aufgrund der Frühphase, in der sich der „ICO-Markt“ befand – nicht bedacht.

2. ECON-Änderungsvorschläge

Die ECON-Änderungsvorschläge bezogen ICO als Crowdfunding-Dienstleistung in Art. 3 Abs. 1 Buchst. a Unterbuchst. iib⁶⁰ ein:

„die Erleichterung der Angebotsabgabe, wenn die Dienstleister als Mittler einer Organisation, die im Rahmen eines ICO Token unter Einbeziehung einer Gegenpartei ausgibt, und Investoren agieren.“

Weiter definierten die ECON-Änderungsvorschläge einen ICO als

„die Beschaffung von Mitteln in der Öffentlichkeit in einer dematerialisierten Form unter Verwendung von Coins oder Token, die für einen

begrenzten Zeitraum durch ein Unternehmen oder eine Person im Austausch gegen Fiat- oder virtuelle Währungen zum Verkauf angeboten werden.“⁶¹

Crowdfunding-Dienstleister sollten bei diesen Dienstleistungen ebenfalls eine Zulassung als Crowdfunding-Dienstleister benötigen.⁶²

Zudem sollte eine Definition des Begriffs „Token“,⁶³ die einzig auf das Merkmal des Vermögenswerts abstellt, vorgegeben werden. Diese erschien deutlich oberflächlicher, als die Definition von „virtueller Währung“ in der 5. Geldwäscherichtlinie.⁶⁴

Einige wesentliche „ICO-Dienstleistungen“ sollten von vornherein ausgeschlossen sein (Privatplatzierungen und Sekundärhandel sowie „geminte“ Token)⁶⁵.

3. Keine Aufnahme von ICO-Regulierung in ECON-Beschluss

Der ECON-Beschluss enthält letztlich keine ICO-Regulierung; sämtliche Bezüge zu ICO und Token, welche durch die ECON-Änderungsvorschläge eingebracht wurden, wurden gestrichen. Überraschender Hintergrund soll sein, dass ICO zu sehr von Crowdfunding abweichen würden.⁶⁶ Da bei ICO typischerweise keine Intermediäre bei Ausgabe eingeschaltet und oftmals mehr als 1 Mio. Euro eingesammelt würden, würden ICO-Themen nicht angemessen angegangen.⁶⁷ Vielmehr sollten ICO/Token in einem selbständigen Rechtsakt – nach Analyse durch die EU-Kommission – geregelt werden.⁶⁸

4. Weiteres Verfahren nach ECON-Beschluss

Die Crowdfunding-VO i. d. F. des ECON-Beschlusses wird nun mit dem Rat der EU abgestimmt werden.

55 Art. 10 Abs. 2 Buchst. ma, ECON (Fn. 39), S. 23.

56 ECON (Fn. 39), S. 8, 16.

57 ECON (Fn. 39), S. 22–29.

58 Art. 16 Abs. 6 sieht nun im ECON-Beschluss vor, dass bei mittelbaren Crowdfunding-Dienstleistungen eine Aktualisierungspflicht des Crowdfunding-Dienstleisters selbst besteht.

59 Art. 4 Abs. 1 S. 2, ECON (Fn. 39), S. 17 f.

60 ECON (Fn. 35), S. 27.

61 Art. 3 Abs. 1 Buchst. 1b, Europäisches Parlament (Fn. 35), S. 30.

62 ECON (Fn. 35), S. 32.

63 ECON (Fn. 37), Änderungsantrag 217, S. 48.

64 Vgl. Art. 3 Nr. 18 Richtlinie (EU) 2018/843 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2018 zur Änderung der Richtlinie (EU) 2015/849 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung und zur Änderung der Richtlinien 2009/138/EG und 2013/36/EU, ABIEU vom 19.6.2018, L 156, 53.

65 ECON (Fn. 37), Änderungsanträge 160 und 224, S. 18 f. und 52

66 ECON (Fn. 39), S. 8.

67 ECON (Fn. 39).

68 ECON (Fn. 39).

Es dürfte als sicher gelten, dass die wesentlichen im ECON-Beschluss enthaltenen Regelungen Eingang in die verabschiedete Crowdfunding-VO finden und ICO nicht durch die Crowdfunding-VO reguliert werden.

IV. Auswirkungen für Crowdfunding-Projekte

Praktisch dürfte die Regulierung zu kurz greifen. Mit dem Wegfall der ICO-Vorschriften wird wohl zudem eine Chance zur sinnvollen Regulierung sehr verwandter alternativer Finanzierungsbereiche (vorläufig) vertan worden sein. Die durch die Regulierung zu erwartenden Auswirkungen auf den deutschen Crowdfundingmarkt fallen zudem wohl eher gering aus.

1. Crowdfunding-spezifische Auswirkungen

Positiv ist zunächst, dass der EU-Gesetzgeber im Bereich Crowdfunding-Regulierung tätig geworden ist. Dies ist als Beginn eines Einstiegs in eine für sämtliche Crowdfunding-Dienstleister gleiche Regulierung – aufgrund des derzeitigen Regulierungsmosaiks in der EU – zu begrüßen. Zu begrüßen ist auch, dass durch die Opt-in-Lösung ein Weg gewählt wurde, welcher der Crowdfunding-Plattform je nach Tätigkeitsbereich die Wahl zwischen der europäischen und der nationalen Erlaubnis ermöglicht. Dies kann v. a. für kleinere Plattformen oder solche, die sich auf einen speziellen Inlandsmarkt konzentrieren, vorteilhaft sein. Zudem können grenzüberschreitend ambitionierte Crowdfunding-Plattformen in den Genuss unmittelbarer Erlaubnisgeltung in der gesamten EU gelangen. Die „Midi-MiFID (II)-Erlaubnis“ mit aus dem deutschen Crowdfunding-Ausnahmebereich bekannten Elementen sowie die laufenden, durchaus erfüllbaren Anforderungen an Crowdfunding-Dienstleister erscheinen prima vista angemessen.⁶⁹ Die noch nicht absehbare Höhe der Kapitalanforderungen könnte Antragsteller ggf. vor Herausforderungen stellen. Jedenfalls sollten die noch auszuarbeitenden Details der Kapitalanforderungen diejenigen für Anlagevermittler nach dem KWG (mindestens 50 000 Euro Anfangskapital, § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Buchst. a KWG) nicht überschreiten.

Auf der anderen Seite erscheint problematisch, dass sich die Projektträger weiterhin nach den nationalen Vorschriften richten müssen.⁷⁰ Da nur Regelungen bezüglich der Crowdfunding-Dienstleister vorgesehen sind, nicht jedoch bezüglich der Projektträger, bleiben die nationalen Anforderungen, insbes. etwaige Prospektpflichten für Wertpapiere oder (in Deutschland) Vermögensanlagen, anwendbar. Eine einheitliche Regelung der Prospektpflichten besteht über Wertpapiere (und dort europaweit auch nur bis 1 Mio. Euro, was bei weitem zu gering ist) hinaus nicht. Nicht harmonisierte Prospektregime, wie das VermAnlG, verursachen weiterhin einen europäischen Flickenteppich.

Des Weiteren sorgen weitgehende Ausnahmen für eine vorläufige Fortführung des „Regulierungsmosaiks“. Mit dem Verbraucher-Crowdlending (also B2C-Peer-to-Peer-Lending) wird von vornherein wirtschaftlich über ein Drittel des Markts für alternative Finanzierungen ausgeklammert. Dies führt zur weiteren Zersplitterung des regulierten europäischen Crowdfunding-Marktes.

2. ICO-spezifische Auswirkungen

Die kurzfristige Aufnahme von ICO durch die ECON-Änderungsvorschläge war ein Paukenschlag. Der Vorstoß – geplant als Reaktion auf aktuelle Entwicklungen – war überfällig und hätte angesichts der Internationalität ICO-Investitionen erstmalig in einem grenzüberschreitend harmonisierten Rechtsrahmen ermöglicht.

Eine Aufnahme von ICO wäre jedenfalls aufgrund des derzeitigen Schwenks der ICO-Branche zu (u. U. prospektpflichtigen) „Securities“ erfreulich zukunftsgerichtet und vorausschauend gewesen. In der Vergangenheit wurden zwar meist als „Utility Token“ benannte Token angeboten. Viele dieser „Utility Token“ dürften bei näherem Hinsehen aber (u. U. prospektpflichtige) Wertpapiere oder Vermögensanlagen dargestellt haben. Zudem ist zu beobachten, dass aktuell viele Krypto-Akteure (ICO-Emittenten/Handelsplattformen) verstärkt mit als „Equity“⁷¹ bzw. „Security“ etikettierten Token an den Markt herantreten möchten. Daher wäre eine ICO-Regulierung in den Augen der Verf. genau zum richtigen Zeitpunkt erfolgt.

Allerdings sollten beim Thema ICO bedeutende Bereiche – insbes. der Sekundärhandel – ausgeschlossen werden. Hierfür war nach wie vor eine MiFID (II)-Erlaubnis erforderlich. Auch hätte es sich angeboten, ICO ohne Intermediär zu regeln. Nur so hätten die derzeit zersplitterten europäischen Regelungen vereinheitlicht werden können. Bisher harmonisierte Prospektregime, wie die WpVO, führen, angesichts der massiv höheren Summen, die mittels ICO derzeit eingesammelt werden, bei einer europaweit maximalen Prospektfreiheit von 1 Mio. Euro zu keiner tauglichen Harmonisierung.

Der scheinbare Widerspruch, dass Crowdfunding, aber nicht ICO über Intermediäre erfolge, hätte konstruktiv und selbstregulie-

⁶⁹ So auch *Will/Quarch*, WM 2018, 1481, 1491; wobei einige unbestimmte Rechtsbegriffe („ehrlich, fair und professionell“ in Art. 4 Abs. 2 und „alle angemessenen Vorkehrungen“ in Art. 8 Abs. 1) sowie die Vielzahl an Zulassungsvoraussetzungen abschrecken könnten.

⁷⁰ Vgl. *Will/Quarch* (Fn. 69), 1481 (1490).

⁷¹ S. Plattform Neufund, abrufbar unter <https://neufund.org/> (Abruf: 8.11.2018).

rend aufgelöst werden können. Die Pflicht, einen ICO über einen Intermediär abzuwickeln, hätte ggf. zu einem Gewinn an Seriosität, Seniorität und Standardisierung geführt. Ein „ICO-Dienstleister“ hätte dieselben Funktionen wie beim Crowdfunding übernommen. Er hätte als Gatekeeper auf grundsätzliche Due-Diligence-Standards beim Projektträger und Umsetzbarkeit schauen können. Zudem hätte er als Infrastrukturgeber standardisierenden Einfluss auf Whitepaper, umsetzende Smart Contracts und Allgemeine Geschäftsbedingungen haben können. Diesen progressiven Weg hätten Branchenteilnehmer bei adäquater Regulierung sicherlich begrüßt, auch wenn sie die in diesen Fällen wohl an den ICO-Dienstleister zu zahlende Provisionen als unschön empfunden hätten.⁷²

Der ICO-Vorstoß im Rahmen der Regulierung kann als erster Versuchsballon auf EU-Ebene bewertet werden. Erfreulich ist, dass die EU versucht, bei aktuellen Entwicklungen gesetzgeberisch Schritt zu halten. Jedoch erschienen die ersten ICO-Regulierungsansätze etwas überhastet.

3. Politische Konsequenzen/Timing

Durch das Streichen der ICO-Bezüge in der Crowdfunding-VO dürften wohl keine Verzögerungen hinsichtlich der Verabschiedung der Crowdfunding-VO zu befürchten sein. Zudem stehen die Wahlen zum EU-Parlament (vom 23.-26.5.2019) an. Daher steht die weitere Abstimmung der EU-Institutionen – trotz Streichung der ICO-Bezüge – unter einem gewissen Zeitdruck.

Sofern die EU-Institutionen rasch eine Abstimmung und gemeinsame Position finden sollten, ist eine Verabschiedung vor den EU-Parlamentswahlen jedoch möglich.

ZUSAMMENFASSUNG

1. Crowdfunding und ICO sind derzeit nicht eigens EU-weit geregelt. Es gelten die europäischen und nationalen aufsichtsrechtlichen Regelungen. Für Crowdfunding besteht derzeit in elf EU-Ländern eine nationale „Crowdfunding-Regulierung“. Nationale „ICO-Regulierung“ existiert nicht.
2. Die Regulierung ist als Opt-in-Regulierung ausgestaltet und muss aktiv von Crowdfunding-Dienstleistern gewählt werden – belässt so aber Raum für kleinere und national ausgegerichtete Crowdfunding-Plattformen. Sie soll die Vermittlung von Krediten und übertragbaren Wertpapieren durch Crowdfunding-Plattformen mit einer EU-weit gültigen Erlaubnis vereinfachen. Die Zulassungs- sowie die laufenden Anforderungen sind grundsätzlich maßvoll gehalten und als eine „Midi-MiFID II-Erlaubnis“ zu charakterisieren. Abzuwarten

bleibt, ob sich Kapitalanforderungen als „Showstopper“ erweisen könnten.

3. Der Ursprungsentwurf wurde bereits durch den ECON-Ausschuss geändert beschlossen. Insbes. sollen eine Erhöhung für Crowdfunding-Angebote von 1 Mio. Euro auf 8 Mio. Euro vorgesehen werden und anstatt der ESMA nationale Aufsichtsbehörden zuständig sein. Zudem soll die laufende Regulierung gegenüber dem Ursprungsentwurf etwas stärker ausgestaltet werden.
4. Der Anwendungsbereich wird durch weitreichende Ausnahmen geschmälert. Zudem müssen Projektträger und mittelbar Crowdfunding-Dienstleister Prospektvorschriften beachten, was einer reinen EU-Regulierung entgegensteht.
5. Die fehlende Einbeziehung von ICO dürfte eine vertane Chance darstellen. Aufgrund des derzeit zu beobachtenden Schwenks zu Wertpapier-basierten ICO wäre eine frühzeitige Regulierung zukunftsweisend gewesen. Zudem hätte der EU-Gesetzgeber angesichts einer möglichen Weiterentwicklung der Branche hin zu durch Intermediäre vermittelten Token die Professionalisierung der ICO-Branche vorantreiben können. ICO sollen nunmehr in einem zeitlich noch nicht abzusehenden eigenen Rechtsakt reguliert werden.



AUTOREN

Tanja Aschenbeck, LL.M. (San Francisco), RAin/FAinStR, ist Partnerin und Leiterin Financial Services der Kanzlei Osborne Clarke in Köln. Schwerpunkte sind die Beratung zu Bankaufsichtsrecht und die Strukturierung von Kapitalanlagen.



Thorge Drefke ist als Rechtsanwalt bei der Kanzlei Osborne Clarke in Köln tätig. Seine Schwerpunkte liegen im Investment- und sonstigen Aufsichtsrecht und in der Strukturierung von Kapitalanlagen/alternativen Investments, insbes. von (geschlossenen) Investmentfonds, Genussrechten, Crowdfunding sowie ICO.

⁷² Derzeit üblich in der Crowdfunding-Branche ist ein Bereich von 5–10%; bspw. <https://www.seedmatch.de/faq> (Abruf: 8.11.2018) oder <https://www.companisto.com/de/faq> (Abruf: 8.11.2018).