



## CoCapT Working Papers

### **FinTechs**

### **als Herausforderung und Chance für die Dynamik der Finanzmärkte**

**Prof. Dr. Karl-Georg Loritz**

**Prof. Dr. Reinhard Meckl**

**Prof. Dr. Jessica Schmidt, LL.M.**

**CoCapT Working Paper 2018-1**

© Prof. Dr. Karl-Georg Loritz, Prof. Dr. Reinhard Meckl & Prof. Dr. Jessica Schmidt, LL.M. Users may download and/or print one copy to facilitate their private study or for non-commercial research. Users may not engage in further distribution of this material or use it for any profit-making activities or any other form of commercial gain.

## Executive Summary

1. The rapid development in the FinTech sector poses huge and at the same time very interesting challenges not only for the economy, society and politics, but also for academia, especially for economists and legal scholars.
2. In the political run-up to any potential legislative regulation on new forms and business models of FinTechs on the European and/or national level, a systematic analysis of the potential risks for the financial markets as well as an analysis of the opportunities and risks for investors is of vital importance. In this context, imposing liability appears to be a generally inappropriate and insufficient regulatory approach.
3. A prototype of the development in the FinTech sector are crowdfunding and crowdlending. The volume limits currently imposed by German law are not necessary for reasonable investor protection. In fact, new forms of investor protection should be contemplated. In this respect, supervision by the BaFin or even the ESMA does not seem reasonable. Instead, effective investor protection could be ensured by a legislative requirement of a selective, but targeted attestation by auditors or tax accountants with appropriate specialised knowledge.

## Executive Summary

1. Die rasanten Entwicklungen im FinTech-Bereich stellen nicht nur Wirtschaft, Gesellschaft und Politik, sondern auch die Wissenschaft und vor allem die Rechts- und Wirtschaftswissenschaften vor große und zugleich hochinteressante Herausforderungen.
2. Im rechtspolitischen Vorfeld einer etwaigen gesetzlichen Regulierung von neuen Formen und Geschäftsmodellen von FinTechs auf europäischer und/oder nationaler Ebene sollte eine konsequente Analyse möglicher Risiken für den Finanzmarkt sowie eine Analyse der Chancen und Risiken für die Anleger erfolgen. Eine Haftung erscheint dabei als tendenziell ungeeigneter und ungenügender Regulierungsansatz.
3. Ein Prototyp der FinTech-Entwicklung sind Crowdfunding und Crowdlending. Die derzeitigen volumenmäßigen Beschränkungen nach deutschem Recht sind im Interesse eines wirksamen Anlegerschutzes in dieser Form nicht erforderlich. Vielmehr ist über neue Formen des Anlegerschutzes nachzudenken. Weder erforderlich noch sinnvoll erscheint insoweit eine Beaufsichtigung durch die BaFin oder gar die ESMA. Ein effektiver Anlegerschutz ließe sich vielmehr dadurch gewährleisten, dass gesetzlich eine selektive, aber zielgerichtete Testierung durch Wirtschaftsprüfer und Steuerberater mit entsprechenden Spezialkenntnissen vorgeschrieben wird.

## I. Thema und interdisziplinärer Ansatz

In der Forschungsstelle für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht sowie Unternehmenssteuerrecht – Companies, Capital Markets & Taxes (CoCapT)<sup>1</sup> – der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bayreuth haben sich Forscher/innen fächerübergreifend zusammengeschlossen, um insbesondere aktuelle Entwicklungen des Unternehmens- und Kapitalmarktrechts zu erforschen.

Ein gemeinsames Forschungsprojekt von großer Aktualität und Bedeutung besteht in der Dynamik der Finanzmärkte und den damit verbundenen aktuellen Herausforderungen. Finanztechnologie-Unternehmen (FinTechs) haben vor allem in jüngster Zeit technologische Lösungen entwickelt, die ihnen in traditionell Banken vorbehaltenen Geschäftsbereichen bis dahin unbekannte Geschäftsfelder eröffnet haben. Man denke nur an den Online-Bezahldienst PayPal. Die Banken und übrigen Akteure der Finanzbranche selbst haben durch Online-Banking-Systeme und Online-Broker-Häuser jedermann ermöglicht, vom häuslichen PC aus Bank, Wertpapier- und andere Anlagegeschäfte auf einfache und kostengünstige Weise rund um die Uhr durchzuführen. Generell hat die durch das Internet und die Globalisierung hergestellte Transparenz der Angebote (insbesondere auch bezüglich der Gebühren) zu einem weithin neuen Kundenbewusstsein gerade auch bei Bank- und Finanzdienstleistungen geführt.

Namentlich in den letzten fünf Jahren sind immer mehr FinTech-Unternehmen mit innovativen Lösungen in Einzelbereichen und auch als Geschäftspartner von Banken und anderen traditionellen Finanzdienstleistern aufgetreten. Die „Schöpfer“ der als „disruptiv“ bezeichneten Modelle verfolgen selten das Ziel, tradierte Wettbewerber in Teilsegmenten oder völlig vom Markt zu verdrängen. Dazu hätten sie auch weder die finanziellen noch die personellen Kapazitäten oder Erfahrungen. Vielmehr versuchen sie nur, die technischen Möglichkeiten zu nutzen, um durch Vereinfachung kostengünstige Lösungen im B2B- und B2C-Geschäft zu verwirklichen.

Nicht nur Wirtschaft, Gesellschaft und Politik, sondern auch die Wissenschaft – und vor allem die Rechts- und Wirtschaftswissenschaften – stehen hierbei vor großen und zugleich hochinteressanten Herausforderungen. Die Mitglieder der Forschungsstelle CoCapT erachten diese

---

<sup>1</sup> Homepage: <[http://www.neu.uni-bayreuth.de/de/Uni\\_Bayreuth/Forschungseinrichtungen/Forschungsstellen/Forschungsstelle\\_CoCapT/de/index.html](http://www.neu.uni-bayreuth.de/de/Uni_Bayreuth/Forschungseinrichtungen/Forschungsstellen/Forschungsstelle_CoCapT/de/index.html)>.

als Chance, neue innovative Wege zu beschreiten. Nach wie vor sehen viele Juristen, insbesondere auch Wissenschaftler, ihre primäre Aufgabe darin, vorhandene Gesetzeswerke zu interpretieren und sie retrospektiv auf vergangene Sachverhalte anzuwenden. Die proaktive, rechtspolitische Gestaltung und die Beratung des Gesetzgebers, aber auch der Marktakteure und die Entwicklung innovativer Lösungen sind bislang nur Wenigen vorbehalten und wurden nach Ansicht der Verfasser in ihrer Bedeutung zum Teil nicht hinreichend erkannt. Das gilt vor allem mit Blick auf die universitäre Ausbildung, in deren Rahmen aktuelle Rechtsentwicklungen in den angesprochenen Bereichen allenfalls am Rande eine Rolle spielen.

Die derzeit dynamische Entwicklung im Bereich der Technologie und namentlich der Informationstechnologie ist mit dem traditionellen **rechtswissenschaftlichen** Instrumentarium, das vorrangig die Interpretation bestehender Gesetzestexte im Blick hat, in vieler Hinsicht nicht zu bewältigen. Es geht primär um Fragen, ob und gegebenenfalls wie bestimmte neue Akteure und ihre neuartigen Aktivitäten staatlich reguliert oder gar dauerhaft überwacht werden sollen. Im privatrechtlichen Bereich hat sich schon längst gezeigt, dass das Denken in den bisherigen Kategorien bei Verträgen, bei denen das BGB und die Kautelarpraxis vorrangig schief gelaufene Verträge (also die Gewährleistung) regeln, bei den hoch innovativen FinTechs nicht oder jedenfalls nicht unverändert passt. Bei neuen Softwareprogrammen kann man selten abwarten, bis sie völlig ausgereift sind und absolut stabil und pannenfrei laufen. Ein gewisses Maß an Risiko ist unvermeidbar, wenn ein Marktteilnehmer der Erste sein oder jedenfalls eine Chance nicht verpassen will. Vor allem stellt sich das generelle Problem, dass ein erheblicher Teil der Juristen die Entwicklungen im Kapitalmarkt, im Bereich neuer IT-Lösungen für die Akteure und Kunden sowie die Kapitalmarktprodukte nicht ausreichend versteht, um die rechtlichen Fragen zu entwickeln und zu lösen. Die Schnelllebigkeit des gesamten Marktes erlaubt es nicht, Konflikte vor Gerichten auszutragen. Ein Akteur kann z.B. gegen den erklärten Willen der BaFin oder der Finanzaufsichtsbehörde eines anderen Staates ein Projekt nicht in den Markt bringen, wenn er mit einer Untersagungsverfügung durch diese rechnen muss; bis er eine rechtskräftige Entscheidung auch nur in der ersten Instanz hätte, vergingen Jahre und seine Idee wäre dann im Regelfall längst überholt oder von Konkurrenten in anderer Form verwirklicht worden. Diese faktische Dominanz der Regulierungsbehörden ist keinesfalls eine Besonderheit der FinTechs, sondern gilt für alle Finanzmarktakteure, die deren Aufsicht unterliegen.

Das fehlende Verständnis der Entwicklungen und der damit verbundenen Rechtsfragen gilt auch für die gesetzgebenden Organe. Der Gesetzgeber ist zum Teil überfordert und vor allem nicht schnell genug. Das liegt nicht nur an der tendenziellen Schwerfälligkeit der Gesetzgebungsapparate in parlamentarischen Demokratien im Allgemeinen, sondern auch an der nach wie vor dominanten Orientierung am nationalstaatlichen Recht. Zwar ist der europäische Gesetzgeber gerade im Bereich des Finanzdienstleistungsrechts durch zahlreiche Richtlinien und Verordnungen seit Jahrzehnten aktiv.<sup>2</sup> Es hat sich aber gezeigt, dass der europäische Gesetzgebungsapparat naturgemäß noch deutlich schwerfälliger ist als es die nationalen Gesetzgeber sind. Der technologische Fortschritt der letzten Jahre, gepaart mit der Kreativität vor allem internationaler Finanzmarktakteure, ist von so großer Dynamik, dass die für das Gesetzgebungsverfahren verantwortlichen Parlamentarier und die die Gesetzesvorlagen verfassenden und ausführenden Beamten in den Ministerien und europäischen Behörden die Entwicklungen häufig nicht zeitnah erfassen. Die juristische Praxis, insbesondere die Kautelarpraxis, sieht es als ihre Aufgabe an, im jeweiligen Einzelfall für die eigene Seite beratend und vertragsgestaltend optimale Lösungen zu erzielen. Probleme dringen dabei selten an die Öffentlichkeit. Verglichen mit der Fülle literarischer Abhandlungen in Gebieten wie dem Gesellschafts- und Steuerrecht wird das Finanzmarktrecht und werden vor allem aktuelle Fortentwicklungen darin in der von Wissenschaftlern und von Praktikern verfassten Literatur noch relativ wenig behandelt.

Aus **wirtschaftswissenschaftlicher** Sicht handelt es sich bei FinTechs um das Resultat einer disruptiven technologischen Entwicklung, die zu neuen Geschäftsmodellen geführt hat. Aus theoretischer Sicht liegen Disruptionen von Märkten bzw. ganzen Branchen immer dann vor, wenn neue Technologien oder auch Problemlösungsansätze die Struktur und die Verteilung der Wertschöpfung in einer Branche grundlegend verändern<sup>3</sup>. Grundsätzlich führen die neuen Technologien dazu, dass der Kundennutzen deutlich gesteigert wird und/oder die Kosten-

---

<sup>2</sup> Überblick bei *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2018, § 14 sowie §§ 31-41 m.z.w.N.

<sup>3</sup> Zu den theoretischen Grundlagen vgl. im Detail *Bower/Christensen*, *Disruptive Technologies: Catching the Wave*, Harvard Business Review 73, no. 1 (January–February 1995), 43–53; *Christensen*, *The innovator's dilemma*, 2008.

struktur der Erbringung einer Leistung wesentlich günstiger ist. Die Ausbreitung dieser Disruption in den Märkten ist dabei eher als Prozess denn als plötzliches Ereignis zu sehen. Die disruptive Anwendung ist zunächst auf eine Nische beschränkt, die z.B. hochprofessionellen Kunden einen Vorteil bietet. Durch weitere technologische Verbesserung, Lerneffekte bei den disruptiven Unternehmen und einer Präferenzänderung bei den Kunden gewinnen diese neuen Geschäftsmodelle allmählich Marktanteile. Im Rahmen dieses Prozesses bilden sich dann auch differenzierte Geschäftsmodelle, die sich spezifische Wettbewerbsvorteile erarbeiten und vor allem den tradierten Modellen Marktanteile streitig machen.

Ein idealtypisches Beispiel für eine disruptive Technologie ist der Online-Handel. Die technologische Möglichkeit, Geschäftstransaktionen online abzuwickeln, hat E-Commerce-Geschäftsmodelle entstehen lassen, die zunächst nur beschränkte Einzelmärkte bedienten (v.a. Bücher), aber inzwischen in allen Bereichen des Handels in den differenziertesten Geschäftsmodellen dem traditionellen stationären Handel immer mehr Marktanteile abnehmen. Von den traditionellen Handelshäusern hat es kaum eines geschafft, sich eine bemerkenswerte Position in dieser neuen Wertschöpfungsstruktur zu erkämpfen. Aber nicht nur im Bereich des Internets, auch in der Biotechnologie (DNA-Sequenzierung) und sehr bald im Bereich der individuellen Beförderung (Stichwort „autonomes Fahren“) entstehen bzw. bestehen bereits bemerkenswerte disruptive Ansätze.

Auch im Bereich der Finanzdienstleistungen stellt das Internet mit der Möglichkeit des Online-Abschlusses von Geschäftstransaktionen bzw. der Online-Erbringung von Services eine typische disruptive Technologie dar. Überraschenderweise hat es ziemlich lange gedauert, bis die Disruption auch diesen Bereich erfasst hat. Seit 15 Jahren hat sich die Anwendung der neuen Technologie hier beschränkt auf den Vertrieb und die Abwicklung von traditionellen Bankgeschäften durch die bekannten „Player“ im Markt. Erst in den letzten Jahren hat sich eine beachtliche Menge von neuen jungen Unternehmen gebildet, die das Potenzial haben, die Struktur der Branche nachhaltig zu verändern<sup>4</sup>. Insofern ergeben sich nun auch hier Geschäftsmodellinnovationen, die beträchtliche Implikationen für die Funktionsweise der Finanzmärkte bis hin zu den individuellen Finanztransaktionsentscheidungen haben. Erwähnt sei nur, dass kein

---

<sup>4</sup> Braune/Landau, FinTech – Digitale Geschäftsmodelltransformation im Bankensektor, in: Schallmo/Rusnjak/Anzengruber/Werani/Jünger (Hrsg.), Digitale Transformation von Geschäftsmodellen, 2017, Kap. 21.

Vermögensverwalter und kein Anbieter von Investmentfonds (in Deutschland Kapitalverwaltungsgesellschaft – KVG – genannt) bei seinen Anlageentscheidungen ohne bis ins Detail gehende IT-gesteuerte und immer öfter auf Algorithmen und auf Robo-Advice<sup>5</sup> basierende Analysen und Entscheidungshilfen auskommt. Immer öfter treffen Computer statt Menschen sogar die definitiven Anlageentscheidungen. Inzwischen gibt es rein IT-gesteuerte Investmentfonds, bei denen Menschen zwar die Strategien festlegen, die konkreten Käufe und Verkäufe aber rein IT-determiniert sind.

Vor diesem Hintergrund greift die Forschungsstelle CoCapT im Rahmen ihrer interdisziplinären Aufstellung die rechtswissenschaftliche und wirtschaftswissenschaftliche Herausforderung auf, aktiv die neuen Entwicklungen zu verfolgen und wissenschaftlich fundierte Ergebnisse und Empfehlungen für die Gestaltung dieses neuen, wichtigen Bereichs zu generieren. So sollen die im Wege der Interpretation des geltenden Rechts möglichen Fortentwicklungen erforscht werden. Vor allem aber sollen aktuelle und künftige Entwicklungen aktiv begleitet, rechtspolitisch gewürdigt und ökonomisch analysiert werden. Es gilt, die Wissenschaft als aktiven „Teilnehmer“ im Bereich der Finanztechnologie zu implementieren, um attraktive Ansprechpartner für die Akteure, aber auch für die verantwortlichen Politiker zu sein. Die wissenschaftliche Unabhängigkeit und damit Neutralität ist gerade in diesen dynamischen und durchaus von den Interessen der Akteure stark geprägten Märkten ein nach unserer Ansicht herausragendes Merkmal.

## **II. FinTechs: Begriff und Systematisierung**

### **1. Überblick**

Der erste Schritt der wissenschaftlichen Beschäftigung mit der Thematik muss eine übersichtliche, transparente und vor allem zielgerichtete Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes liefern. Es erstaunt nicht, dass es bereits eine Reihe von Definitionen und inhaltlicher Beschreibungen in der Literatur gibt. Wir verstehen unter FinTechs Unternehmen, die, basierend auf digitalen Technologien, innovative Geschäftsmodelle im Bereich der Finanzdienstleistungen

---

<sup>5</sup> Zu Rechtsfragen des Robo-Advice *Möslein/Lordt* ZIP 2017, 793 ff.

entwickeln, welche neue Nutzenversprechen für Kundensegmente und Ertragsmechaniken für Unternehmen beinhalten.<sup>6</sup>

Eine zielgerichtete Abgrenzung von FinTechs muss im Hinblick auf das hier beschriebene Forschungsziel funktional-inhaltlich und weniger technisch orientiert sein. *Dorfleitner/Hornuf* bieten hier eine geeignete Übersicht über Tätigkeitsfelder von FinTechs<sup>7</sup>, die in Abbildung 1 dargestellt ist.

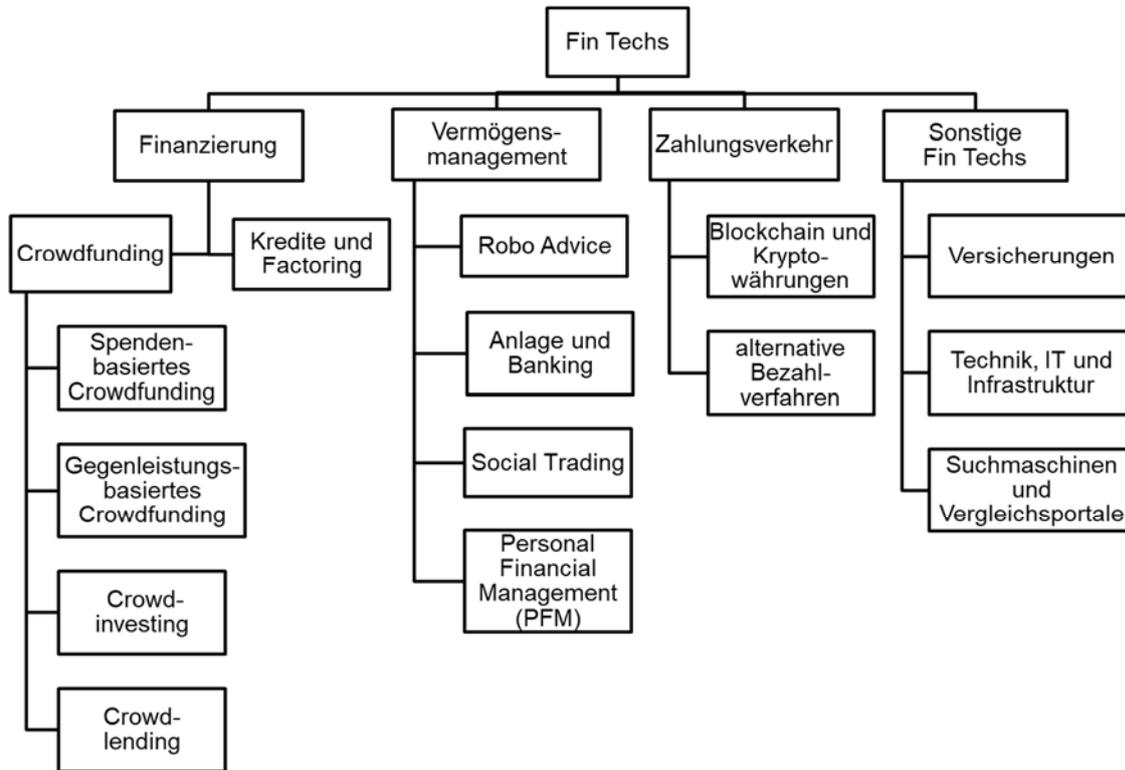


Abbildung 1: Segmente der FinTech-Branche

Die erste Unterteilungsebene nimmt die klassischen Felder des Bankgeschäfts auf, wobei unter „sonstige FinTechs“ alle Leistungen von FinTechs, die sich nicht den traditionellen Bankgeschäften zuordnen lassen, zusammengefasst werden.

<sup>6</sup> Vgl. ähnlich *Braune/Landau*, FinTech – Digitale Geschäftsmodelltransformation im Bankensektor, in: Schallmo/Rusnjak/Anzengruber/Werani/Jünger (Hrsg.), *Digitale Transformation von Geschäftsmodellen*, 2017, S. 516; für eine andere Definition z.B. *Dorfleitner/Hornuf*, *FinTech-Markt in Deutschland*, 2016 (<[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?__blob=publicationFile&v=1)>), S. 4.

<sup>7</sup> Vgl. *Dorfleitner/Hornuf*, *FinTech-Markt in Deutschland*, 2016 (<[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?__blob=publicationFile&v=1)>), S. 11.

## 2. Einzelne Teilsegmente

Auf der **Finanzierungs**seite ist das Crowdfunding eine inzwischen etablierte Version der Kapitalbeschaffung über eine Internetplattform von einer undefinierten Zahl von Kapitalgebern, die mit diesem Kapital eine gemeinsame Absicht verfolgen. Das spendenbasierte Crowdfunding, bei dem keine Gegenleistung erfolgt, und das gegenleistungsbasierte Crowdfunding, bei dem eine nicht-monetäre Leistung vom Kapitalnehmer erbracht wird (z.B. bevorrechtigter Zugriff auf ein neues oder knappes Produkt<sup>8</sup>) sind von ihrer Relevanz für die ökonomischen Systeme der Geldwirtschaft nicht hochrelevant und werden deshalb in dem geplanten Forschungsprojekt nicht vorrangig verfolgt. Anders sieht dies beim Crowdfunding aus. Hier werden durch die Hingabe von Kapital über eine Internetplattform meist Eigenkapital-, manchmal auch Fremdkapitaltitel oder hybride Unternehmensbeteiligungen erworben. Damit stellen sich alle bekannten und außerhalb der FinTechs ausführlich diskutierten und geregelten Fragen der Kapitalbeteiligung auch in diesem neuen Umfeld. Beim Crowdlending tritt das FinTech bzw. die Plattform als Vermittler für Kredite von Crowdseite (also privaten oder unternehmerischen Kreditgebern) auf. Damit bieten sie das inzwischen hoch regulierte Kerngeschäft von Geschäftsbanken über das Internet an – ein ebenfalls hochrelevanter Bereich für neue digitale Geschäftsmodelle und dementsprechend regulatorische Fragen. Bei „Kredite und Factoring“ ist keine Crowd beteiligt, sondern es werden Kredite durch das FinTech meist in Zusammenarbeit mit einer klassischen Bank vermittelt bzw. Factoringgeschäfte abgewickelt<sup>9</sup>. Insofern kann dieser Bereich der FinTechs als weiterer Vertriebs- bzw. Abwicklungskanal der bisherigen klassischen Geschäftsmodelle gesehen werden.

Im **Vermögensmanagement** ergeben sich teilweise erhebliche Neuerungen. Auf der Basis theoretisch optimierter Anlageregeln, z.B. im Hinblick auf Risikostreuung durch Korrelationsoptimierung, bietet das Segment „Robo Advice“ ein automatisiertes Anlagemanagement, das nach den festgelegten Algorithmen Empfehlungen ausspricht. Hier kann man davon ausge-

---

<sup>8</sup> Vgl. *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, 2016 (<[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?__blob=publicationFile&v=1)>), S. 5 f.

<sup>9</sup> Vgl. *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, 2016 (<[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?__blob=publicationFile&v=1)>), S. 7.

hen, dass dieses Modell insbesondere im Massenmarkt der kleinen und mittleren Anlagesummen einen bemerkenswerten Anteil erreichen wird, weswegen hier Umsatzstrukturen und Regulierungsinhalte von besonderer Wichtigkeit sind.

Wird der Algorithmus gekoppelt mit einer persönlichen Beratung über das Internet, unterstützt durch softwarebasierte Darstellungen des Vermögens und der Anlageentscheidungen, ist man wieder im klassischen Bereich „Anlage und Banking“, der durch die Banken traditionell abgedeckt wird.

Das „**Social Trading**“ macht sich das Prinzip der „Wisdom of the Crowd“ zunutze. Investoren, vor allem in Eigenkapitaltitel, teilen Informationen über ihre Anlageentscheidungen und zeigen auch die Entwicklung ihres Portfolios. Sowohl professionelle als auch private Teilnehmer an solchen Netzwerken, die sich z.B. aus Gebühren für nachgebaute Portfolios finanzieren, sind hier denkbar.

Das Segment „**Personal Financial Management**“ wird im Wesentlichen von Software, insbesondere Apps gebildet, die es erlauben, verschiedenste Vermögensbestandteile übersichtlich darzustellen und im Hinblick auf verschiedene Anlagekriterien zu analysieren. Der Vorteil für den Anwender liegt insbesondere in der internetbasierten Zusammenführung verschiedenster Konten und Anlageinstrumente in einer Analysesoftware. Diese Auswertungstools haben unterstützenden Charakter und sind im Wesentlichen aus technischer Sicht eine Neuerung, begründen aber keine völlig neuen Geschäftsmodelle, weswegen sie im Weiteren nicht mehr betrachtet werden.

Das Segment **Zahlungsverkehr** weist eine sehr hohe Dynamik in der technischen Entwicklung und damit auch bei den Geschäftsmodellen und dem potenziellen Regulierungsbedarf auf. Der wohl spektakulärste Bereich wird von den „Kryptowährungen“ und den damit verbundenen Technologien wie z.B. der Blockchain-Technologie gebildet. Virtuell hergestellte Währungen (die bekannteste dürfte die Bitcoin sein) werden hergestellt, emittiert, verwaltet und als Zahlungsmittel über Internetplattformen, die von FinTechs betrieben werden, in Umlauf gebracht. Die Idee ist, dass Zahlungsmittel, die unabhängig von Zentralbanken im Geldsystem verwendet werden, einen großen Teil der Finanztransaktionen global abbilden werden. Sollten diese Währungen und die dazugehörigen Geschäftsmodelle und Technologien erfolgreich sein, so würden, ähnlich wie im Handel durch die E-Commerce-Firmen, völlig neue Marktkonstellationen geschaffen.

Diese neuen Währungen können auch sehr effizient kombiniert werden mit „alternativen Zahlungssystemen“. Zahlungsvorgänge (mobil und kontaktlos), Überweisungen, Währungstausch und andere klassische Vorgänge aus dem Bereich Zahlungsverkehr können dann in Echtzeit und damit deutlich schneller und mit geringeren Transaktionskosten als über das Bankensystem abgewickelt werden.<sup>10</sup>

Aus Sicht der Wirtschafts- und der Rechtswissenschaften erscheint auch das Segment „**sonstige FinTechs**“ interessant, zeigen sich hier doch Geschäftsmodelle, die über die Bankgeschäfte hinausgehen, verschiedene Produkte kombinieren oder gänzlich neue Services anbieten. Das Teilsegment „Versicherungen“ betrifft eine gänzlich andere Art von Onlinegeschäften. Wir gehen aus Raumgründen in diesem Projekt nicht weiter darauf ein. Wir halten diese Entwicklungen und Modelle für sehr bedeutend, weil sie die zukunftsorientierte Form des Vertriebs darstellen. Junge Menschen, die nur noch Konten bei Online-Banken haben, können von den Anbietern im Wesentlichen auch nur noch online erreicht werden und sie wollen Versicherungsverträge und Verträge über den Erwerb von Kapitalanlageprodukten mit dem PC oder Smartphone durchführen können.

Vor allem aus ökonomischer Sicht sind die Bereiche der „Technik, IT und Infrastruktur“ interessant. Es wird sich eine Zulieferindustrie für die FinTechs entwickeln, die über den technischen Fortschritt innovative Dienstleistungen ermöglichen und so bestimmenden Einfluss auf die FinTech-Branche ausüben wird. Künstliche Intelligenz scheint der nächste Strukturbruch auch im Bereich des Kapitalmarkts zu sein. Zulieferer aus diesem Feld können für die rechtlichen und ökonomischen Aspekte äußerst relevant werden. „Suchmaschinen und Vergleichsportale“ haben sich schon breit etabliert und sind deswegen nicht mehr wirklich als Innovation zu bezeichnen.

Der so beschriebene und abgegrenzte Untersuchungsgegenstand wird aus wissenschaftlicher Sicht in seinen Inhalten und Implikationen analysiert. Aus den Analyseergebnissen werden Empfehlungen abgeleitet. Um eine solche zielgerichtete Untersuchung vornehmen zu können, sind zunächst die relevanten Forschungsfragen zu formulieren.

---

<sup>10</sup> Vgl. *Dorfleitner/Hornuf*, FinTech-Markt in Deutschland, 2016 (<[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-11-21-Gutachten-Langfassung.pdf?__blob=publicationFile&v=1)>), S. 10.

### III. Wissenschaftliche Fragestellungen und Forschungsansätze

Das Phänomen der FinTechs, mit allen oben beschriebenen Facetten, impliziert ökonomische Wertsteigerungspotenziale, die sowohl Verbrauchern als auch den neu entstehenden Unternehmen hohe Nutzenzuwächse versprechen. Dies aber nur, wenn der rechtliche Rahmen, der für diese neuen Geschäftsmodelle gesetzt wird, regulatorischen Notwendigkeiten zur Risikosenkung aber auch unternehmerischen Notwendigkeiten für kreative Gestaltungsspielräume Rechnung trägt. Damit ergeben sich interessante und relevante Fragestellungen aus wirtschaftswissenschaftlicher und rechtlicher Sicht.

#### 1. Wirtschaftswissenschaftliche Fragestellungen

Die wirtschaftswissenschaftliche Literatur bietet inzwischen einige Ansätze zur Analyse und Prognose disruptiver Technologien, Wertschöpfungsketten und Geschäftsmodellen<sup>11</sup>. Diese können gewinnbringend auch auf FinTechs übertragen werden. Dementsprechend lassen sich in einem ersten Schritt aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht u.a. folgende Forschungsfragen und -felder identifizieren.

Grundlegend ist die Frage, wie eine Erfolg versprechende Positionierung der FinTechs im Markt für Finanzdienstleistungen aussehen kann/wird, letztendlich also die Frage nach den **Erfolgsfaktoren** dieser neuen Unternehmen. Dazu muss eine erfolgskritische Unterteilung der FinTechs vorgenommen werden. Hier kann auf die in Abbildung 1 dargestellte Unterteilung zurückgegriffen werden. Diese sollte ergänzt werden um marktorientierte Überlegungen, wobei sich hier zwei Positionierungen von FinTechs, die entscheidenden Einfluss auf die Erfolgsfaktoren haben, abzeichnen. FinTechs bieten zum einen Dienstleistungen für die traditionellen „Player“ im Markt wie z.B. Banken oder Vermögensverwalter an. Online-Back Office Abwicklungen von Transaktionen oder Datenanalysen für Finanzprodukte gehören beispielsweise hierzu (Bsp. Figo). Die zweite Gruppe, vermutlich diejenige mit dem höheren disruptiven Potenzial, haben direkt Kontakt mit Endkunden und bieten neuartige Services, wie z.B. Kreditvermittlung über das Internet an (Bsp.: Kapilendo, Exporo AG).

---

<sup>11</sup> Vgl. dazu *Bower/Christensen*, Disruptive Technologies: Catching the Wave, Harvard Business Review 73, no. 1 (January–February 1995), 43–53.

Die Suche nach den Erfolgsfaktoren sollte sich angesichts des innovativen Stadiums der Unternehmen zunächst auf die strategische Ebene konzentrieren. Hier kommt es auf die Identifikation der potenziellen Wettbewerbsvorteile gegenüber den traditionellen Geschäftsmodellen an. Die Verbesserung des Kundennutzens, z.B. durch die mobile Verfügbarkeit von Finanztransaktionen, die Umgehung kostenintensiver Intermediäre, die Entwicklung neuer Finanzprodukte, Vorteile bei der Verteilung von Finanzrisiken u.ä. können hier Wettbewerbsvorteile darstellen. Die Erfolgsfaktoren können dazu dienen, eine Systematik für aussichtsreiche FinTech-Geschäftsmodelle zu identifizieren.

Aufbauend auf diesen auch empirisch zu generierenden Erkenntnissen, sollten dann Erfolg versprechende digitale Geschäftsmodelle im Bereich der Finanzdienstleistungen, die die potenziellen Erfolgsfaktoren inkludieren, in ihren **Strukturen und Komponenten** beschrieben werden. Klassische Ansätze zur Beschreibung von Geschäftsmodellen können hier verwendet werden<sup>12</sup>. Die Systematisierung verschiedener Typen von digitalen FinTech-Geschäftsmodellen wird angelehnt an Abbildung 1 erfolgen. Fragestellungen wie die nach der optimalen Wertschöpfungstiefe von solchen Unternehmen können auf Basis dieser Überlegungen angegangen werden. Entsprechend können im Umkehrschluss die Geschäftsmodelle, die von den neuen Ansätzen verdrängt und damit entwertet werden, identifiziert werden.

Die nächste Gruppe von Forschungsfragen in diesem Zusammenhang betrifft die **Folgenabschätzung dieser Veränderungen und Szenarioanalysen** für weitere, v.a. technologisch getriebene Entwicklungen in der Branche. Die Entwertung von Kenntnissen und Assets in der traditionellen Finanzdienstleistungsbranche, die Verschiebung der Wertschöpfungsketten mit ihren Folgen z.B. für die Arbeitnehmerseite oder auch die Risikoverteilung im Finanzwesen bieten Chancen und Risiken, die wissenschaftlich identifiziert, strukturiert und eingeschätzt werden sollten. Die Einführung selbstlernender Systeme, also z.B. die oben erwähnte künstliche Intelligenz, wird die nächste disruptive Technologie sein, die nicht nur die Branche der Finanzdienstleistungen nochmals stark verändern wird.

---

<sup>12</sup> Vgl. z.B. *Osterwalder/Pigneur*, Business Model Generation: Ein Handbuch für Visionäre, Spielveränderer und Herausforderer, 2011.

Gerade angesichts der Frage nach der Dynamik und der Stabilität der Finanzdienstleistungsbranche im Rahmen der disruptiven Entwicklung mit ihren Auswirkungen auf die Realökonomie ist ein interdisziplinärer Ansatz zwingend geboten. Institutionelle Überlegungen, insbesondere im Hinblick auf den optimalen Grad der Regulierung/Nichtregulierung seitens des europäischen und der nationalen Gesetzgeber spielen hier eine zentrale Rolle. Eine Verbindung der oben skizzierten ökonomisch-strategischen Überlegungen mit rechtswissenschaftlichen Ansätzen ist deshalb unabdingbar.

## **2. Rechtswissenschaftliche Fragestellungen**

### **a) Regulierungsart und Regulierungstiefe**

Nicht nur aus wirtschaftswissenschaftlicher, sondern insbesondere auch aus rechtswissenschaftlicher Perspektive stellt sich vor allem die Frage, ob und wenn ja, in welcher Weise und wie detailliert FinTechs einer Regulierung unterworfen werden sollen.

Eine Möglichkeit wäre etwa, FinTechs der Bankenaufsicht zu unterstellen. Dies würde dazu führen, dass der Markteintritt für viele Start-Up-Unternehmen, die ihr unterfallen, praktisch nicht mehr möglich wäre; denn sobald Start-Up-Unternehmen eine Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb einer Bank oder auch nur eines Finanzdienstleisters benötigen, sind dafür Einstiegskosten von mindestens einer halben Million Euro und laufende Kosten von mindestens einigen Hunderttausend Euro pro Jahr aufzuwenden. Die Gründer eines Start-Up-Unternehmens können diese im Regelfall nicht selbst aufbringen, Bankkredite hierfür erhalten sie ohne valide Sicherheiten nicht. Angesichts dessen muss auch über alternative Steuerungs- und Regulierungsinstrumentarien nachgedacht werden (dazu unten IV.)

### **b) Steuerlicher Rahmen**

Eine weitere sowohl wirtschafts- als auch rechtswissenschaftliche Fragestellung betrifft die steuerliche Behandlung von Investitionen in FinTechs.

Im Silicon Valley gibt es gewissermaßen den „Olymp“ der IT-Unternehmen und damit auch der FinTechs. Deutschland hinkt hier weit hinterher. Ein erheblicher Teil der Start-Ups ist in Berlin angesiedelt, Bayern versucht in München nachzuziehen. FinTechs leiden wie alle kleinen und mittleren deutschen Unternehmen an der Kompliziertheit der Rechtsordnung. Eine grundlegende Vereinfachung des Rechts- oder gar Steuersystems zu erreichen, ist in Deutschland indes leider illusionär. Wir beschränken uns hier deshalb – zumal die Frage der Rechts- und insbesondere der Steuerrechtsvereinfachung auch nicht spezifisch FinTechs betrifft – auf wenige Bemerkungen.

Die gesellschaftsrechtlichen Möglichkeiten und Rechtsformen in Deutschland reichen für FinTechs aus und sind hinreichend flexibel. Der Unternehmer hat die freie Auswahl. Es gibt die GmbH, die nur einen geringen Stammkapitaleinsatz in Höhe von 25.000 € (wovon bei Gründung nur die Hälfte einbezahlt werden muss) erfordert und die Unternehmergesellschaft (haftungsbeschränkt), die sogar mit nur 1 Euro Stammkapital gegründet werden kann. Weiter gibt es die GmbH & Co. KG, die mittels steuerlicher Transparenz eine unmittelbare Verlustverrechnung mit anderen Einkünften ermöglicht, sowie die atypisch stille Gesellschaft, mit der dasselbe erreichbar ist. Weitere Rechtsformen, wie die typisch stille Gesellschaft, Genussrechte, Partizipationsscheine etc. ermöglichen im Grunde alles, was in der Zusammenarbeit zwischen aktiv tätigen Unternehmern und Geldgebern an rechtlichen Rahmenbedingungen und Formen benötigt wird.

Bei der Frage der Kapitalbeschaffung stellen sich allerdings die altbekannten Probleme, die zu der immer wiederkehrenden (rechts-)politisch Frage führen: Ist es ökonomisch sinnvoll, Investitionen in solche Projekte **steuerlich zu fördern**? In welcher Form könnte dies geschehen? Soll man hier (wozu einige politisch Verantwortliche zu tendieren scheinen) die Lösung wählen, durch Sonderabschreibungen Anlaufverluste gesetzlich zu generieren, um sie bei den finanzkräftigen – oder besser gesagt einkommensstarken – Investoren dann zu Steuerstundungen werden zu lassen? Oder sollte man über folgenden anderen Ansatz nachdenken: Belohnt wird nicht derjenige, der Anlaufverluste einführt, sondern derjenige, der unternehmerisch erfolgreich ist und Gewinne erzielt? Fördert man steuerlich die Hingabe von Kapital, indem entstehende Anlaufverluste mit allen Gewinn- und einem Teil der Überschusseinkunftsarten im Rahmen der bestehenden gesetzlichen Regelung, aber über § 15b EStG hinaus verrechenbar sind, dann bedeutet das die Rückkehr zu Verlustzuweisungsgesellschaften. Bei diesen hat die Absetzbarkeit von Anlaufverlusten z.B. im Fördergebietsgesetz des Jahres 1991 bis zur Höhe von 50 % des eingesetzten Kapitals (in der Zeit von 1991 bis Ende 1998) zu erheblichen Fehlallokationen geführt. Hier könnte sich allenfalls eine Sonderabschreibung deutlich unterhalb einer solchen Quote empfehlen. Vor allem könnte es gerade auch für ausländische Investoren von Interesse sein, die späteren Gewinne zum Teil steuerfrei und zum Teil steuerbegünstigt über einen gewissen Zeitraum von z.B. 10 Jahren vereinnahmen zu können. Dadurch würde der Erfolg und nicht der Misserfolg belohnt; denn Verluste machen kann bekanntlich jeder – Gewinne macht nur der gute Unternehmer, dessen Produkt bzw. dessen Dienstleistung sich im Markt durchgesetzt hat. Davon sollte der Geldgeber = Investor profitieren.

Noch ist kein intensiver Wettbewerb der Nationalstaaten um Gründerunternehmen im Bereich der neuen Technologien entbrannt. Dennoch haben wir die Situation, dass Kalifornien solche Unternehmer anlockt und dort auch die großen Player wie Google, Facebook und viele andere bedeutende Unternehmen ihren Sitz haben. Sie tätigen allerdings einen erheblichen Teil ihrer umsatzbringenden Geschäfte in Ländern wie Irland und Luxemburg, motiviert durch steuerliche Gründe. Sie alle haben einmal ganz klein angefangen und das offenbar in einem Land mit dem geeigneten rechtlichen, steuerlichen und auch wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Umfeld. Für die europäischen Staaten und insbesondere auch für Deutschland ist deshalb längst die Zeit gekommen, sich mit den Entwicklungen auch unter der Frage der ihnen förderlichen rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen intensiv zu beschäftigen. Die Chance, ein zweites Silicon Valley zu werden, ist ohnehin vertan. Wichtig ist nunmehr, Gründern und vor allem auch später erfolgreichen Unternehmern und Unternehmen einen attraktiven

Rahmen zu bieten und sie keinesfalls zu behindern oder sie durch Unflexibilität der rechtlichen (einschließlich der regulatorischen) Strukturen aus dem Land zu treiben.

Die steuerpolitischen Fragen werden nicht weiter behandelt, da sie nicht spezifisch nur FinTechs Bedeutung haben und den Rahmen dieser Darstellung sprengen würden.<sup>13</sup>

Die **steuerliche Beratung** im Unternehmensalltag mag noch Routine sein. Doch sind die meisten Steuerberater und Rechtsanwälte z.B. schon beim Erstellen qualifizierter Softwareherstellungs- und Vertriebsverträge, die nicht selten in englischer Sprache abzufassen sind, aber auch bei der rechtlichen und steuerlichen Beratung grenzüberschreitend aktiver Unternehmen überfordert. Hier kann und darf der Staat nicht in den Beratermarkt eingreifen. Vielmehr sollten die Unternehmer selbst den Erfahrungsaustausch durch Plattformen und andere Informationsquellen organisieren. Die Berufsverbände könnten ihrerseits für mehr Transparenz in Bezug auf die Spezialisierungen einzelner Kanzleien, u.a. im Hinblick auf den Beratungsbedarf der hier untersuchten Unternehmen Sorge tragen. Die Universitäten können mit ausgewählten Professoren/innen, die entsprechende praktische Erfahrungen haben sollten, hier eine Art Vermittler- und Vorreiterfunktion erfüllen und gerade kleinen und mittleren Unternehmen als Transferzentren für Knowhow und Erfahrungsaustausch zur Verfügung stehen.

### 3. Exkurs: Infrastruktur-Rahmen

Unseres Erachtens reicht es nicht aus, wenn Städte sog. Gründerzentren errichten bzw. errichtet haben, die derzeit Unternehmen aller Art aufnehmen. Sinnvoller kann es sein, wenn sich das jeweilige Bundesland oder auch eine entsprechend finanzkräftige Kommune bzw. ein Landkreis entschließen würde, Gründerzentren speziell für innovative Unternehmen im weiten IT-Bereich zu errichten bzw. diesen die Möglichkeit zu geben, lokal näher zusammenzurücken, um sich besser austauschen zu können. Der persönliche Austausch ist effektiver als wenn ein solcher nur über eine Plattform per Internet erfolgt. Sitzen viele Unternehmen räumlich beieinander, so kann ein unmittelbarer Austausch z.B. über diskret zu behandelnde Angelegenheiten, wie geeignete Finanziere, kostengünstige und dennoch in Bezug auf FinTechs fachkundige rechtliche und steuerliche Berater und auch die Frage nach Hilfe in Krisensituationen stattfinden. Manche Unternehmen leiden einige Zeit nach Gründung an einer viel zu wenig spezifizierten und dennoch alles andere als kostengünstigen rechtlichen, steuerlichen und marketingmäßigen Beratung.

---

<sup>13</sup> Hier geht es vor allem um die zentrale Thematik, ob und ggf. wie einzelne Aktivitäten international tätiger Unternehmen, wie z.B. Google, Amazon und Facebook, die ihre Geschäfte von einem steuergünstigen Staat aus verwirklichen, in Staaten, in denen der Geschäftserfolg des Verkaufs oder der Datensammlung über den Kunden bzw. Nutzer eintritt, besteuert werden sollten.

## IV. Konkrete Fragen einer Regulierung von FinTechs

### 1. Allgemeine Fragen und Zielsetzungen einer Regulierung

Angesichts der Vielschichtigkeit der FinTech-Entwicklungen ist generell vor pauschalen Regulierungen zu warnen. Es gilt zunächst einmal, die tatsächlichen Erscheinungsformen zu erfassen, um so überhaupt den Bedarf nach einer über die bestehende Gesetzeslage hinaus erforderlichen Regulierung nachzuweisen. Da die meisten FinTechs in Deutschland keine Lizenz als Bank oder Finanzinstitut nach dem Kreditwesengesetz (KWG) haben, sondern nur mit Erlaubnissen nach der Gewerbeordnung (§§ 34c, 34f. GewO) arbeiten, drängen vor allem die Verbände der regulierten Unternehmen der Finanzbranche (namentlich der Banken) immer wieder auf eine Regulierung. Die FinTechs ihrerseits befürchten hingegen eine Überregulierung, die zu hohen Markteinstiegs- und laufenden Kosten führen und damit speziell für Start-ups prohibitiv wirken könnte.

Im Übrigen gilt es zu beachten, dass eine Regulierung Fehlentwicklungen keineswegs generell verhindern kann. Dies wird durch die Erfahrungen der letzten Jahrzehnte anschaulich demonstriert. So kam die Krise des neuen Marktes im Jahr 2003, obwohl Börsengänge bekanntlich streng reguliert sind und börsennotierte Unternehmen ein hohes Maß an Transparenz durch entsprechende Veröffentlichungspflichten aufweisen. Die vom Volumen her noch viel größere Bankenkrise in den Jahren 2007 und 2008, die eine weltweite Finanzkrise ausgelöst hat, fand ebenfalls in einem hochregulierten und durch die nationalen Finanzaufsichtsbehörden laufend überwachten Wirtschaftssegment statt. Die präventiven Wirkungen einer Regulierung sind also begrenzt und dürfen keineswegs überschätzt werden.

Wer eine Regulierung von FinTechs und ihrer Anbieter verlangt, muss deren Sinn und Zielsetzung präzisieren. Der Verlust von Anlegergeldern tritt nahezu zwingend bei wirtschaftlichen Scheitern von Kapitalanlagen ein und selbstverständlich erst recht bei auf Betrug ausgerichteten Modellen, bei denen das Anlegergeld ganz oder teilweise gar nicht investiert wird. Eine Regulierung darf in einer freien Wirtschaftsordnung nicht Selbstzweck sein, sondern bedarf einer Rechtfertigung. Diese ergibt sich entweder aus dem Schutz eines Finanzmarktes im Allgemeinen oder aus dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes. Schon angesichts der relativ geringen Größenordnung ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht zu befürchten, dass die Insol-

venz einzelner FinTech-Unternehmen zu einer relevanten Marktstörung führen würde. Deshalb bedürfte eine Regulierung unseres Erachtens in jedem Fall einer rechtspolitischen Legitimation primär durch Gründe des Anlegerschutzes. Die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte als Legitimation setzt für letztere ein mögliches Gefahrenpotenzial voraus, das derzeit bei den allermeisten FinTechs nicht ersichtlich ist.

Die konkrete Fragestellung lautet unserer Auffassung nach in diesem Zusammenhang allgemein für FinTechs, ob eine Regulierung Anleger davor bewahren kann und soll, in Unternehmen Geld zu investieren, deren Geschäftsmodelle mit mehr oder weniger hohen Risiken behaftet sind und damit mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit auch scheitern können. Diese Frage erschließt sich besser, wenn man einen Blick auf die Ursachen des in der Vergangenheit häufig vorgekommenen Scheiterns von Kapitalanlagemodellen und der sie verwirklichenden Unternehmen wirft. Es gibt dazu keine für unsere Zwecke passenden validen, flächendeckenden Untersuchungen oder gar Statistiken. Eine bestimmte Qualifizierung lässt sich aber immerhin im Bereich der geschlossenen Fonds, u.a. anhand zahlreicher Judikate vornehmen. Sie gehen auf Fälle zurück, bei denen Anleger und oftmals eine inzwischen auch in Deutschland sehr geschäftstüchtige Gruppe von Anlegerschutzanwälten versucht haben, nachträglich von prospektverantwortlichen Vorständen und Geschäftsführern, aber auch von finanzierenden Banken und Beratern, aus unterschiedlichen Anspruchsgrundlagen einen Teil der erlittenen Schäden ersetzt zu bekommen.

## **2. Versuch einer Situationsanalyse zu den Ursachen des Scheiterns von Anlagemodellen und zum Sinn einer Regulierung**

Die Ursachen lassen sich, gewiss stark vergrößert, wie folgt einteilen: Bei einem Teil der **ungeordneten Fondsmodelle** erfüllten sich die wirtschaftlichen Erwartungen nicht oder es gab Einbrüche, wie etwa bei Immobilienprojekten den Ausfall des Ankermieters durch Insolvenz oder durch Nichtverlängerung der Mietverträge nach deren plangemäßigem Auslaufen. Zum Teil beruhten die Renditeverfehlungen auf den anfänglich anfallenden hohen weichen Kosten für Konzeption, Vertrieb, Beratung etc.; zum Teil auf unrealen Erwartungen und Prognosen über Umsätze. In eher wenigen Fällen wurden Gelder nicht prospektgemäß investiert und es lag zum Teil sogar Anlagebetrug oder Veruntreuung vor. Teilweise funktionierten bei Steuersparfonds, nicht selten auch wegen einer fundamentalen und unerwarteten Änderung der Ansicht

der Finanzverwaltung und der Rechtsprechung, die steuerlichen Konzepte nicht. Das führte dann in gleicher Weise zu liquiditätsmäßigen Problemen beim Fonds und bei den Anlegern, bis hin zur Insolvenz.

Im Bereich der **geregeltten Kapitalmarktprodukte**, wie etwa der um die Jahrtausendwende im Börsensegment des sogenannten Neuen Marktes platzierten Aktien, kam es vielfach zu Insolvenzen von Unternehmen, welche keine tragfähigen und vor allem keine auf Dauer ertragreichen Geschäftsmodelle hatten. Betrugsfälle waren zwar eher selten, aber durchaus vorhanden und wurden trotz aller für den Börsengang erforderlichen rechtlichen und wirtschaftlichen Überprüfungen nicht bemerkt. Von den vielen sog. „Dotcom-Unternehmen“ sind nur relativ wenige übrig geblieben.

Die Überhitzung der Börsenkurse kann und darf von staatlicher Seite in einer freien Marktwirtschaft ohnehin nicht verhindert werden. Die Erfahrungen zeigen, dass Aufsichtsbehörden nicht in der Lage sind, Geschäftsmodelle auf ihre Validität hin zu prüfen und auch nicht konkrete Fehlleistungen des Managements zu verhindern. Dazu fehlen allen Aufsichtsbehörden auch die personellen Ressourcen. Deren Beschäftigte könnten diese Aufgaben nicht leisten, auch wenn sie die rechtlichen Zuständigkeiten dafür hätten. Dazu bedarf es umfänglicher Marktkenntnisse und langjähriger praktischer Erfahrungen in der jeweiligen Branche. Solche Spezialisten sind kaum bereit, in einer Behörde mit den entsprechenden Gehaltsstrukturen zu arbeiten. Besonders deutlich hat sich all das bei der letzten Bankenkrise des Jahres 2008 gezeigt, wo die rechtlichen Möglichkeiten zum Einschreiten vorhanden waren. In den Bilanzen der dann von der Insolvenz bedrohten Banken einschließlich einiger deutscher Landesbanken befanden sich sog. Subprime-Papiere in Volumina von Milliarden Euro. Offenbar hat weder die deutsche noch eine ausländische Aufsichtsbehörde auch nur bei einzelnen der betroffenen Banken intensiv geprüft, welche Sicherheit die Immobilien in den USA im Krisenfall bieten würden. Man verließ sich auf die drei großen US-amerikanischen Ratingagenturen, obwohl man wissen musste, dass diese insbesondere beim vom Auftraggeber bezahlten Rating (sog. *solicited rating*) alles andere als wirklich neutral waren. Einzelne Ratingagenturen zogen sich nachträglich darauf zurück, sie prüften vor allem die Rangfolge der Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmen. **Die Regulierung eines Finanzmarktakteurs oder eines Produkts ist also nicht gleichzusetzen mit Anlegerschutz.** Wie das letztgenannte Beispiel zeigt, sind die Regulierungsbehörden von den einzelnen Unternehmen auch viel zu weit weg, als dass sie in der

Lage wären, selbst bei etablierten Finanzmarktakteuren eine sich abzeichnende Fehlentwicklung rechtzeitig zu erkennen. Da FinTechs von der Neuartigkeit leben, kann von einer Aufsichtsbehörde erst recht nicht erwartet werden, Fehler im Geschäftsmodell oder im unternehmerischen Alltagshandeln zu erkennen. Zudem zeichnen sich viele Internetunternehmen – wie Google, Facebook oder Instagram – dadurch aus, dass im Vorfeld nicht erkennbar ist, ob daraus ein erfolgreiches Geschäftsmodell entstehen kann. Für FinTechs gilt dies auch und in besonderer Weise: Sie sind zwar manchmal allein nicht überlebensfähig, aber ihre Technologien und Einzelkomponenten sind von erheblichem Interesse für größere Unternehmen, die sie dann erwerben.

Sollen Regulierungen im Bereich der Kapitalmärkte nicht wegen des damit verbundenen hohen Kostenaufwands für die Unternehmen repressiv-verhindernd wirken, dürfen sie also nur dort, wo sie wirklich erforderlich sind, eingesetzt werden und das muss bezüglich ihrer Instrumentarien sehr gezielt geschehen. Wie die neue Regulierung der Investmentfonds durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)<sup>14</sup> im Jahr 2013, getrieben vom Zwang zur Umsetzung der AIFMD<sup>15</sup>, gezeigt hat, ist es dem Gesetzgeber nicht gelungen, im Interesse des Anlegerschutzes besonders risikoreiche Assetklassen zu identifizieren und entsprechende Investmentfonds generell nicht zu erlauben. Letztlich erfolgt auch im KAGB der Versuch des Anlegerschutzes im Wesentlichen durch formelle Regularien und durch Überwachung der Emittenten und ihrer Manager und nicht durch Beschränkungen bezüglich der Risiken, die sich nicht allgemein aus der Art des Zielinvestments ableiten lassen.

Die Stärkung und Vereinheitlichung des Anlegerschutzes durch den europäischen Gesetzgeber ist für einen einheitlichen Binnenmarkt, gerade wegen der Unterschiedlichkeit der Finanzprodukte, ebenfalls von besonderer Bedeutung. Doch obwohl ein allgemeiner politischer und auch gesellschaftlicher Konsens im Hinblick auf diese Grundaussagen besteht, herrscht nach wie vor großer Diskussionsbedarf bezüglich der Ausgestaltung im Einzelnen und sogar hinsichtlich grundlegender Fragen. Das zeigt sich inzwischen auch angesichts des Auftretens der

---

<sup>14</sup> Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) v. 4.7.2013, BGBl. I, 1981.

<sup>15</sup> RL 2011/61/EU des EP und des Rates v. 8.6.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der RLn 2003/41/EG und 2009/65/EG und der VO (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABIEU v. 1.7.2011, L 174/1 [AIFMD].

FinTech-Szene. Der Deutsche Bankenverband begrüßt dieses Auftreten zwar und hat inzwischen ein gemeinsames Forum etabliert<sup>16</sup>. Dennoch heißt es in seinem Positionspapier vom 26. Mai 2015<sup>17</sup>: „[...] Das bedeutet allerdings auch, dass Banken nicht per se und ohne Beachtung des betroffenen Geschäfts strenger reguliert oder beaufsichtigt werden als andere Marktteilnehmer. Generell muss gelten: Gleiches Geschäft muss den gleichen Regeln unterliegen („level playing field“), da nur so Chancen und Risiken gleich verteilt werden.“

Der Grundaussage wird man wie selbstverständlich zustimmen können. Entscheidend ist die Frage, wo wirklich ein gleiches Geschäft vorliegt. Noch wichtiger erscheint es uns allerdings, Neuentwicklungen zum Anlass zu nehmen, das etablierte Regulierungs- und Überwachungssystem der Finanzmärkte und ihrer Akteure bezüglich ihrer Sachgerechtigkeit, Effektivität und gegebenenfalls Reformbedürftigkeit zu hinterfragen. Nichts wäre schädlicher, als Regulierungen, die für die bisherigen Akteure, also für Banken und Sparkassen, überzogen erscheinen, nunmehr auf neue Marktteilnehmer auszudehnen, für die sie womöglich noch weniger passen. Dann muss man sie vielmehr gegebenenfalls abschaffen.

### 3. Europarechtliche Regelungen

Auf europäischer Ebene sind die rasanten Entwicklungen im FinTech-Bereich in den letzten Jahren ebenfalls stark in den Fokus gerückt, speziell im Kontext der Arbeiten zur Schaffung einer Kapitalmarktunion (Capital Markets Union – CMU)<sup>18</sup>. Das im FinTech-Bereich liegende enorme Potential wurde speziell auch in der CMU-Halbzeitbilanz vom Sommer 2017 ausdrücklich hervorgehoben.<sup>19</sup>

Die Kommission hatte bereits Ende 2016 eine interne Financial Technology Task Force (FTTF) eingerichtet<sup>20</sup> und im Frühjahr 2017 eine Konsultation zu FinTech durchgeführt<sup>21</sup>. Speziell zum Thema Crowdfunding war schon im Mai 2016 ein Bericht vorgelegt worden<sup>22</sup>, im November

---

<sup>16</sup> <<https://bankenverband.de/newsroom/presse-infos/kommunikationsforum-von-fintech-und-banken-gestartet/>>.

<sup>17</sup> <<https://bankenverband.de/fachthemen/digital-banking/zur-regulierung-von-fintech-unternehmen/>>.

<sup>18</sup> Überblick dazu bei *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2018, 14.176 ff. m.z.w.N.

<sup>19</sup> Vgl. COM(2017) 292, S. 14.

<sup>20</sup> <<https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/blog/european-commission-sets-internal-task-force-financial-technology>>.

<sup>21</sup> Konsultationsseite: <[https://ec.europa.eu/info/consultations/public-consultation-fintech-more-competitive-and-innovative-european-financial-sector\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/public-consultation-fintech-more-competitive-and-innovative-european-financial-sector_en)>.

<sup>22</sup> Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, SWD (2016) 154.

2016 wurde eine Studie zu Markt- und regulatorischen Hindernissen für Crowdfunding ausgeschrieben<sup>23</sup>. In der CMU-Halbzeitbilanz wurde angekündigt, dass die Kommission als vorrangige Maßnahme im 4. Quartal 2017 die Zweckmäßigkeit eines EU-Rahmens für die Zulassung und Passvergabe für FinTech-Tätigkeiten prüfen werde.<sup>24</sup> Für das 4. Quartal 2018 wurde außerdem ein Bericht über bewährte Verfahren der „Supply Chain“-Finanzierung in Aussicht gestellt.<sup>25</sup>

Das sind zwar wichtige erste Ansätze – sie lassen aber noch nicht einmal eine klare Richtung erkennen.

#### **4. Überblick über die deutschen Regulierungsinstrumentarien**

In Deutschland kann man im Wesentlichen folgende Regulierungsinstrumentarien als die wichtigsten im Bereich der Kapitalmärkte festhalten:

- Die Unterstellung bestimmter Unternehmen bzw. ganzer Branchen unter die Aufsicht der BaFin. Darunter fallen alle Banken und sonstigen im KWG genannten Unternehmen, die Versicherer und einige weitere Unternehmenstypen wie Leasing-, Factoring- und dem ZAG unterliegende Unternehmen. Diese Aufsicht hat umfassende Eingriffsbefugnisse bis hin zur Abberufung von Managern und zur Untersagung der Geschäftstätigkeit.
- Die Pflicht zur Information kraft Gesetzes, namentlich in Form der Prospektpflicht (mit im VermAnlG<sup>26</sup> geregelten Ausnahmen) und der Vermögensanlage-Informationsblätter. Die Rechtsprechung hat ihrerseits umfassende Aufklärungs- und Informationspflichten geschaffen.
- Die besonderen Erlaubnisse nach der GewO, wie nach §§ 34c, 34e, 34f, 34g GewO. Damit können bestimmte Anforderungen an die Qualifikation der Akteure einhergehen.

In Deutschland ist der Gesetzgeber bisher nur ausnahmsweise den Weg gegangen, bestimmte Anlegergruppen generell von einzelnen Anlageprodukten fernzuhalten oder Investments bzw. Emissionen für insbesondere kleine Anleger nur bis zu einer bestimmten Höhe zu erlauben.

---

<sup>23</sup> FISMA/2015/146(05)/C.

<sup>24</sup> Vgl. COM(2017) 292, S. 14 f., 22.

<sup>25</sup> Vgl. COM(2017) 292, S. 9, 22.

<sup>26</sup> Gesetz über Vermögensanlagen (Vermögensanlagengesetz – VermAnlG) v. 6.12.2011, BGBl. I, 2481.

Erwähnt sei hier das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG). Mit Inkrafttreten des **Kleinanlegerschutzgesetzes (KASG)** vom 3.7.2015<sup>27</sup> wurde der Katalog der in § 1 Abs. 2 VermAnlG dem Anwendungsbereich des Gesetzes unterfallenden Vermögensanlagen insbesondere um partielle Darlehen, Nachrangdarlehen und „sonstige Anlagen, die eine Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewähren oder in Aussicht stellen“ erweitert. Nach wie vor darf die Annahme der Gelder nicht als Einlagengeschäft i.S.d. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG zu qualifizieren sein. Vor allem durch die Generalklausel des § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 7 VermAnlG wollte der Gesetzgeber ausweislich der Begründung des Regierungsentwurfes<sup>28</sup> wirtschaftlich vergleichbare Vermögensanlagen dem Geltungsbereich des VermAnlG unterwerfen. Damit unterfallen grundsätzlich alle Formen, bei denen Geld zeitweise überlassen und später zurückbezahlt werden soll, entweder dem KWG und damit der Finanzaufsicht (sie können dann also nur von Kreditinstituten vergeben werden) oder im Falle eines öffentlichen Angebots einer Prospektspflicht nach dem WpPG oder dem VermAnlG. Für Investmentvermögen im materiellen Sinn greift ohnehin das KAGB mit seiner speziellen Prospektspflicht ein<sup>29</sup>.

Das VermAnlG reguliert einerseits in bestimmten, ausdrücklich genannten Rechtsformen emittierte Anlagen (s. § 1 Abs. 2 VermAnlG) und nimmt andere vom Geltungsbereich wesentlicher Regulierungen aus (s. § 2 Abs. 1 VermAnlG). Dazu gehören generell die ansonsten regulierten Anlagen (i.S.d. § 1 Abs. 2 VermAnlG), sofern sie eine gewisse Größenordnung nicht übersteigen. Konkret verzichtet der Gesetzgeber auf die Reglementierung, wenn von derselben Vermögensanlage nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden, wenn der Verkaufspreis der innerhalb von 12 Monaten angebotenen Anteile einer Vermögensanlage insgesamt

---

<sup>27</sup> Kleinanlegerschutzgesetz v. 3.7.2015, BGBl I, 1114. Ein Teil der Vorschriften ist am 1.1.2006, ein anderer am 3.1.2017 und der Rest des Gesetzes am Tag nach der Verkündung in Kraft getreten, s. Art. 13. Zu diesem Gesetz *Buck-Heeb* NJW 2015, 2535 ff.; *Bußalb/Vogel* WM 2015, 1733 ff.; *Casper* ZBB 2015, 265 ff.; *Heisterhagen/Conrader* DStR 2015, 1929 ff.; *Klöhn* ZIP 2017, 2125 ff.; *Möller/Kastl* NZG 2015, 849 ff.; *Riethmüller* DB 2015, 1451 ff.; *Roth* GWR 2015, 24 ff.

<sup>28</sup> BT-Drs. 18/3994, S. 38 f.; dazu *Riethmüller* DB 2015, 1451 ff.

<sup>29</sup> Vgl. *Riethmüller* DB 2015, 1451. Zum Anwendungsbereich *Loritz/Uffmann* WM 2013, 2193 ff.; *Loritz/Rickmers* NZG 2014, 1241 ff. Das Eingreifen dieses Gesetzes wäre auf der Ebene des jeweiligen Unternehmens zu prüfen, das Finanzmittel in Anspruch nimmt, falls dadurch ein Investmentvermögen im materiellen Sinne kreiert wird. In einem weiteren Schritt wäre zu prüfen, ob das die Plattform betreibende Unternehmen ein Investmentvermögen initiiert oder Anteile an einem solchen Vermögen emittiert. Das alles trifft allerdings nicht zu. Ein Investmentvermögen scheitert schon daran, dass kein Kapital eingesammelt wird, um es zum Nutzen der Anleger anzulegen. Zudem fehlt es an einer festgelegten Anlagestrategie.

100.000 € nicht übersteigt oder wenn der Preis jedes angebotenen Anteils einer solchen Vermögensanlage mindestens 200.000 € je Anleger beträgt. Eine Ausnahme besteht auch für Schwarmfinanzierungen (§ 2a VermAnlG).

Für „Schwarmfinanzierungen“, also für das Crowdlending und Crowdinvesting (dazu noch näher unten V.) wurde durch das KASG<sup>30</sup> die Befreiungsregelung des § 2a VermAnlG geschaffen<sup>31</sup>. Diese greift nur ein, „wenn der Verkaufspreis sämtlicher von dem Anbieter angebotener Vermögensanlagen desselben Emittenten 2,5 Millionen Euro nicht übersteigt.“ Die Befreiung ist ausdrücklich auf Vermögensanlagen beschränkt, die nur im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden, die durch Gesetz oder Verordnung verpflichtet ist zu prüfen, ob der Gesamtbetrag der Vermögensanlagen desselben Emittenten, die von einem Anleger erworben werden können, der keine Kapitalgesellschaft ist, die im Gesetz genannten Beträge nicht übersteigt. Das sind grundsätzlich nur 1.000 € pro Anleger. Es sind in einer zweiten Variante 10.000 €, sofern der jeweilige Anleger nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft über ein frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100.000 € verfügt. In der 3. Variante gilt die Höchstgrenze des zweifachen Betrags des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10.000 € (vgl. § 2a Abs. 3 VermAnlG).

Die vorgenannten und die in § 2a Abs. 3 VermAnlG genannte weitere Befreiung können nach § 2a Abs. 4 VermAnlG nicht in Anspruch genommen werden, solange eine Vermögensanlage des Emittenten gem. § 2 Abs. 1 Nr. 3 VermAnlG öffentlich angeboten wird oder eine solcherart angebotene Vermögensanlage des Emittenten nicht vollständig getilgt ist. Dadurch soll eine Umgehung der volumenmäßigen Begrenzung für ein und denselben Emittenten verhindert werden.<sup>32</sup>

Vereinfacht ausgedrückt kann man also sagen, dass der Gesetzgeber eine gewisse Freiheit für Anleger mit größeren Anlagevolumina sowie für Kleinanlagen und kleinteilige Anteile gewährt.

---

<sup>30</sup> Fn. 275.

<sup>31</sup> S. dazu den bereits oben erwähnten im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen erstellten Abschlussbericht von *Hainz/Hornuf/Klöhn* vom 28.12.2016 (<[https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/2017-02-16-Gutachten-Langfassung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/2017-02-16-Gutachten-Langfassung.pdf?__blob=publicationFile&v=3)>). S. ferner *Gerlach/Köhler* ZBB 2017, 84 ff., die das Problem der Tatbestanderfüllung aufgreifen und Lösungsansätze entwickeln; *Aschenbeck-Florange/Drefke* RdF 2015, 284 ff.

<sup>32</sup> Vgl. BegrRegE BT-Drs. 18/3994, S. 42; dazu *Riethmüller* DB 2015, 1453 f.

Eine Differenzierung nach Assetklassen findet sich auch hier nicht – und dies zu Recht; denn nach allen Erfahrungen hängt das Risiko in den meisten Fällen nicht oder doch nicht primär von der Assetklasse, sondern von der Art des Investments sowie von möglichen Sicherheiten (zum Beispiel vorrangig oder nachrangig gesicherte Darlehen oder ungesicherte Darlehen) ab. Auch bei Projektfinanzierungen ist entscheidend, in welcher zeitlichen Phase investiert wird, ob Sicherheiten vorhanden sind und um welche Art von Projekt es sich handelt.

Die Befreiung besteht nicht, wenn der Emittent auf das Unternehmen, das die Internet-Dienstleistungen betreibt, also auf die Plattform, unmittelbar oder mittelbar maßgeblichen Einfluss ausüben kann (§ 2a Abs. 5 VermAnlG; weitere Einzelheiten in S. 2).

Unternehmen, die von der Erstellung eines Verkaufsprospekts befreit sind, sind allerdings nicht von der Erstellung eines Vermögensanlagen-Informationsblatts befreit (s. § 13 Abs. 5 VermAnlG).

## **5. Haftung als tendenziell ungeeigneter und ungenügender Regulierungsansatz**

Die rechtliche Diskussion hat in Deutschland in den zurückliegenden Jahrzehnten sehr stark am Haftungsrecht angesetzt<sup>33</sup>. Die Entwicklung einer damals gesetzlich nicht geregelten Prospekthaftung<sup>34</sup> hatte ebenso wie die Berater- und Vermittlerhaftung naturgemäß schiefgelaufene Fälle im Blickfeld. Bei allem Respekt vor den Leistungen eines beachtlichen Teils der Literatur und Rechtsprechung, vermitteln nicht wenige Literaturbeiträge und Gerichtsurteile den Eindruck, die Entwicklung immer neuer Informations- und Aufklärungspflichten habe die in vielen Fällen zentrale Thematik eher verdeckt als zum Ausgangspunkt der rechtlichen Überlegungen gemacht: Bei Kapitalanlagen aller Art – ungeachtet, ob es sich um Aktien, Personengesellschaftsanteile an geschlossenen Fonds alter Art bzw. seit Inkrafttreten des KAGB geschlossenen Alternativen Investmentfonds (AIF), Anteile an sonstigen Investmentvermögen, um Anleihen oder welche Produkte auch immer handelt – geht es immer zunächst einmal um die Verteilung der wirtschaftlichen Risiken zwischen den Kapitalanlegern (= Investoren) und dem Emittenten, der in der Regel zugleich Empfänger des investierten Geldes ist.

---

<sup>33</sup> S. aktuell zum *Crowdfunding* Uffmann JZ 2016, 1788, 1793 ff. Deutlich für eine Prospekthaftung *de lege lata* Nietsch/Eberle DB 2014, 1788, 1791 f.

<sup>34</sup> Grundlegend hierzu Assmann, Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, 1985. Weitere Lit. und Rspr. bei Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 5 Rn. 35 ff.

So selbstverständlich diese Aussage ist, so sehr verschwimmt sie im praktischen Rechtsleben vor allem bei vielen Haftungsfällen. So wird bei Aktien ein Kursverfall selbstverständlich der Risikosphäre des Anlegers zugeteilt. Das haben auch die Gerichte immer anerkannt. Bei früheren geschlossenen Fonds war zwar vom Ansatz her das wirtschaftliche Risiko ebenfalls den Anlegern zugeteilt. Zum wirtschaftlichen Risiko eines Immobilienfonds gehört z.B. die Nicht-Vermietbarkeit nach Auslaufen eines Mietvertrags oder die Insolvenz der Mieter während dessen Laufzeit. Bei einem Filme produzierenden Medienfonds sind fehlende Einnahmen aus der Vermarktung mangels Zuschauerinteresses Teil des wirtschaftlichen Risikos. Die fehlenden gesetzlichen Regelungen haben allerdings dazu geführt, dass die Rechtsprechung wegen jedes noch so kleinen Fehlers im Prospekt oder bei der Beratung oder Vermittlung beim Verkauf der Kapitalanlage dem Anleger das Recht auf Rückabwicklung zugestanden hat. Also genügte auch in den Fällen, in denen sich ein wirtschaftliches Risiko realisiert und zum Rückgang der erwarteten Erträge oder gar zum Substanzverlust geführt hat, jeder noch so marginale Fehler im Prospekt oder bei der Beratung, damit letztlich doch Initiator oder Vertrieb oder sonstige Prospektverantwortliche den Schaden zu tragen hatten.

Der Verzicht des BGH auf die Kausalität zwischen der fehlerhaften oder unterlassenen Aufklärung, Beratung oder Information und der tatsächlichen Ursache für das Scheitern der Kapitalanlage<sup>35</sup> trug entscheidend zu dieser oftmals einseitigen Risikoverlagerung auf die Anbieterseite bei. Die wenigsten Anleger hatten den Prospekt überhaupt gelesen und wenn sie ihn gelesen hätten, hätten sie diesen zumeist nicht in den Einzelheiten verstanden. Dennoch stellte der BGH die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens auf. Er wendet diese nicht nur in Fällen an, in denen der Anleger bei pflichtgemäßer Aufklärung vernünftigerweise nur eine einzige Handlungsalternative gehabt hätte, sondern auch in solchen Fällen, in denen ein möglicher Entscheidungskonflikt zwischen dem gewählten Verhalten und Handlungsalternativen bestand<sup>36</sup>. Das ist wenig realitätsgerecht<sup>37</sup>, und dies vor allem in den zahlreichen Fällen, in

---

<sup>35</sup> St. Rspr. s. nur jüngst BGH NZG 2016, 1150; WM 2016, 2344; zur Entwicklung der Rspr. BeckOGK/*Herresthal* § 311 BGB Rn. 454 ff., aus der Lit. *Oppenheim/Umrich* WM 2017, 164 ff.

<sup>36</sup> BeckOGK/*Herresthal* § 311 BGB Rn. 455 mit Nachweisen der neueren Rspr. s. insbes. BGHZ 193, 159 = NJW 2012, 2427 Rn. 32 ff.; BGHZ 196, 233 Rn. 19 ff. = BKR 2013, 205, im Bereich des Immobilienverkaufs BGH WM 2016, 2344 Rn. 20 f.; bei Prospekthaftung BGH NZG 2014, 432 Rn. 10; s. neuerdings BGH BKR 2017, 164.

<sup>37</sup> Zur Kritik z.B. *Herresthal* ZBB 2009, 348 ff.; *Stoll* AcP 176 (1976) 145 ff.

denen den Anleger die wirtschaftlichen Parameter der Kapitalanlage und sogar die Zielinvestments im Grunde gar nicht interessierten, sondern es ihm lediglich darum ging, mittels eines Anlagevehikels Anlaufverlust und damit Steuerersparnisse zu erzielen. Im Ergebnis führte diese Rechtsprechung in Bezug auf Verantwortlichkeit und Haftung zu einer Diskrepanz zwischen den Produkten des geregelten und des vormals unregulierten Kapitalmarkts.

## **6. Zwischenergebnis**

Aus unserer Sicht sollte deshalb im rechtspolitischen Vorfeld jeder gesetzlichen Regulierung von neuen Formen und Geschäftsmodellen von FinTechs eine konsequente Analyse möglicher Risiken für den Finanzmarkt sowie eine Analyse der Chancen und Risiken für die Anleger erfolgen. Man muss im Blick behalten, dass einzelne Maßnahmen wie die Prüfung eines Prospekts oder Vermögensanlagen-Informationsblatts durch die BaFin zwar nicht unbedingt per se eine hohe Belastung bedeuten. Sehr wohl gilt dies aber, sobald ein Unternehmen generell der Aufsicht der BaFin unterstellt wird.

Haftungsregelungen – und erst recht ein von der Rechtsprechung im Nachhinein entwickeltes Haftungsregime – helfen den Anlegern selten weiter; denn im Falle eines Haftungsprozesses ist das Geld verloren und die Gesellschaften und ihre Initiatoren sind häufig insolvent.

## **V. Crowdfunding (Crowdlending und Crowdinvesting) als Prototyp der FinTech-Entwicklung**

Beispielhaft haben wir das Crowdfunding (Crowdlending und Crowdinvesting)<sup>38</sup> untersucht. Wenngleich dieser Bereich im Vergleich zu anderen Formen der Unternehmensfinanzierung noch kein erhebliches Volumen erreicht hat, kann man es bis zu einem gewissen Maß als Prototyp einer FinTech-Entwicklung betrachten. Hier werden via Internet und intelligenter IT-Lösungen im bislang so gut wie ausschließlich Banken vorbehaltenen Segment der Unternehmensfinanzierung neue Wege beschritten – teilweise sogar in Zusammenarbeit mit den Banken.

---

<sup>38</sup> S. zu diesen Formen und Arten auch *Aschenbeck-Florange/Drefke* RdF 2015, 284 ff.; *Bader* WM 2014, 2249 ff.; *Blecher/Fink* WPg 2017, 938 ff.; *Herr/Bantleon* DStR 2015, 532 ff.; *Danawerth* ZBB 2016, 20 ff.; *Hartmann* BKR 2017, 321, 322 ff.; *Wunschel/Gaßner* ZfIR 2015, 853 ff. zu Immobilienfinanzierungen: *Veith* BKR 2016, 184 ff.

Hinzuweisen ist auf den im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen erstellten Abschlussbericht von *Hainz/Hornuf/Klöhn* zum Crowdfunding und Crowdinvesting<sup>39</sup>. Dort werden die Untersuchungsergebnisse u.a. im Hinblick auf die Änderungen des VermAnlG durch das KASG<sup>40</sup> vorgestellt. So werden auch die Größenordnungen der Kapitalakquisition durch Crowdinvesting-Portale, die Art der Zielinvestments (S. 29 ff.), die Ausfälle (s. 23 ff.) und weitere Einzelheiten untersucht. Nicht überraschend ist die Feststellung, dass die Ausfälle nicht größer sind als bei anderen Investmentformen (S. 23 ff.).

### 1. Begriff und Erscheinungsformen

Ein konzeptionelles rechtliches Ziel von Crowdlending und Crowdinvesting besteht darin, nicht unter die Regulierung des KWG zu fallen.

**Crowdlending**, häufig auch Schwarmfinanzierung genannt, wird mittels unterschiedlicher Geschäftsmodelle verwirklicht. Crowdlending ist eine Kapitalüberlassung gegen Festzins auf Zeit, also eine Kreditgewährung, somit ein seit Jahrhunderten bekanntes Phänomen. Neu ist lediglich, dass die auf Kreditgeberseite zwar nicht rechtlich, aber wirtschaftlich die Kreditmittel zur Verfügung stellenden Personen Privatanleger sind und über eine Internetplattform angeworben werden. Dies stellt auch die Neuheit beim **Crowdinvesting** dar. Dieses ist auf eine zumindest längerfristige oder sogar dauerhafte Zurverfügungstellung von eigenkapitalgleichen Finanzmitteln für Unternehmen ausgerichtet<sup>41</sup>. Die Investoren werden am Gewinn und in bestimmten Fällen auch am Wertzuwachs des Unternehmens beteiligt.

Nicht behandelt wird hier das sog. spendenbasierte Crowdfunding, bei dem die Geldgeber für ein konkretes Projekt Geld spenden ohne hierfür eine Gegenleistung zu erhalten. Das ist kein neues Geschäftsmodell, sondern Akquise von Spendengeldern via Internet.

#### a) Crowdlending

Es gibt beim Crowdlending ein Geschäftsmodell ohne und ein solches mit Einschaltung eines Intermediärs.<sup>42</sup> Das Crowdlending-Unternehmen betreibt in jedem Fall die Internet-Dienstleistungsplattform mit dem Ziel, Kreditnehmer und Kapitalgeber zusammenzuführen.

---

<sup>39</sup> Fn. 31.

<sup>40</sup> Fn. 27.

<sup>41</sup> S. *Uffmann* JZ 2016, 928 ff.

<sup>42</sup> Dazu *Nietsch/Eberle* DB 2014, 1788 ff.; *Riethmüller* DB 2015, 1451 ff.; *Wunschel/Gaßner* ZIP 2015, 853 ff.

Beim Crowdlending ohne Einschaltung eines Intermediärs tritt ein Kreditinstitut, das über eine Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 KWG verfügt, als Darlehensgeber auf. Es veräußert den Rückzahlungsanspruch aus dem Kreditvertrag in Teilforderungen im Wege der Forderungsverkäufe an die durch die Plattform vermittelten einzelnen Anleger und tritt die Forderungen ab<sup>43</sup>.

Beim Crowdlending mit Einschaltung eines Intermediärs werden die Rückzahlungsansprüche gegen die Darlehensnehmer des von einer Bank ausgereichten Darlehens zunächst an eine Zweckgesellschaft (Special-Purpose-Vehicle = SPV), die keine Erlaubnis zum Betrieb des Bankgeschäfts hat, abgetreten. Dieses SPV veröffentlicht dann auf seiner Plattform das Angebot an die Investoren, die Darlehensforderungen zu erwerben. Man spricht auch von einem dreistufigen Crowdlending.

Crowdlending wird auch nach der Art der Kreditnehmer unterschieden. Beim sog. Peer-to-Peer-Lending, auch Person-to-Person-Lending genannt<sup>44</sup>, gewährt das Kreditinstitut einer Privatperson den Kredit und veräußert die Kreditforderung in Teilbeträgen an einen privaten Anleger. Beim Peer-to-Business-Lending ist der Kreditnehmer ein Unternehmen.

Bei allen Formen des Crowdlendings gehört es zu den zentralen Aufgaben des Crowdlending-Unternehmens, die Kreditnehmer und die Investoren nicht nur zusammenzuführen, sondern auch die Bonität der Kreditnehmer und, wenn es sich bei diesen um Unternehmen handelt, die Validität ihres Geschäftsmodells zu prüfen. Das machen die Plattform-Betreiber schon im eigenen Interesse; schließlich werden künftige Anleger sie daran messen, wie sicher die Investments und wie gering die Ausfälle in der Vergangenheit waren.

## **b) Crowdinvesting**

Beim Crowdinvesting investieren Privatpersonen in ein Unternehmen. Das Crowdinvesting-Unternehmen bringt beide über eine Internetplattform zusammen<sup>45</sup>. Hier finanzieren Anleger das Projekt oder das gesamte Unternehmen in Form einer Beteiligung in unterschiedlicher Rechtsform (dazu im Folgenden). An zukünftigen Gewinnen werden die Anleger beteiligt. Ist

---

<sup>43</sup> Dahingehend die Erklärung der BaFin in Aufsichtsrechtliche Hinweise unter <[https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html)>.

<sup>44</sup> Riethmüller DB 2015, 1451, 1453; Faßbender, P2P-Kreditmärkte als Finanzintermediäre: Eine empirische Analyse deutscher P2P-Kreditmärkte zur Beurteilung der Eignung als Finanzintermediäre, 2012.

<sup>45</sup> Dazu BaFin, Crowdinvesting, abrufbar unter [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdinvesting/crowdinvesting\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdinvesting/crowdinvesting_node.html)

das Investment mit Wertpapieranlagen verbunden, erhält jeder Anleger mitunter Anteile oder Schuldtitel.

### **c) Exkurs: Crowdlending und Crowdfunding im allgemeinen Kontext der Kapitalbeschaffung von Unternehmen**

Einen Teilbereich des Crowdlending, Crowdfunding und Crowdfunding sollte man auch in einem größeren wirtschaftlichen Zusammenhang sehen, nämlich als Kapitalbeschaffung, insbesondere durch und für Unternehmen<sup>46</sup>. Obwohl in Deutschland der Bankkredit nach wie vor die gängigste Form der Unternehmensfinanzierung darstellt, gibt es seit jeher auch einen großen Bedarf nach anderen Fremdfinanzierungsformen und nach Eigenkapitalfinanzierung. Die bisher gebräuchlichen Formen der Eigenkapitalfinanzierung, aber auch der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen im freien Kapitalmarkt sind relativ kostenaufwändig. Eine Eigenkapitalfinanzierung durch Börsengang kostet ca. 8 % des Emissionsvolumens; davon sind ca. 4 % für die Leistungen der diversen einföhrungsbegleitenden Banken und weitere ca. 4 % für Berater (Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte) aufzubringen. Hinzu kommen oft noch Marketingkosten. Bei der bis zum Juli 2013 (Inkrafttreten des KAGB) möglichen Finanzierung durch personengesellschafterliche Beteiligungen in Form geschlossener Fonds fielen bis zu 25 % an Vertriebsprovisionen und sonstigen weichen Kosten an. Werden heute Vermögensanlagen gemäß dem VermAnlG emittiert, dann fallen auch hier nicht selten Vermittlungsgebühren um die 10 % an.

Das Internet ermöglicht es demgegenüber, auf deutlich kostengünstigere Weise Anleger zu erreichen. Das machen sich immer mehr Unternehmen zunutze. Der eine Trend ist das Crowdlending und Crowdfunding. Der vielleicht neueste Trend ist das sog. Initial Coin Offering (ICO), also die Emission sogenannter Kryptowährungen.<sup>47</sup> Vor allem Blockchain-Start-Ups gebrauchen diese. Hier werden u.a. sog. Token ausgegeben, die einen Anspruch auf einen Teil des Gewinns des Unternehmens vermitteln. Auf diese Weise können sehr viele Ansprüche eines Unternehmens gegen Dritte wirtschaftlich zur Beschaffung von Liquidität durch Emission an Anleger genutzt werden. In der Schweiz sind inzwischen Tendenzen erkennbar, dass sich die Finanzmarktaufsicht (FINMA) der Entwicklung annehmen will.

---

<sup>46</sup> Interessant in diesem Zusammenhang der Gedanken von *Brem/Jovanovic/Tomczak* ZfG 2014, Sonderheft, S. 39 ff., die den Genossenschaftsgedanken aufgreifen.

<sup>47</sup> Vgl. dazu *Zetzsche/Buckley/Arner*, The ICO Gold Rush, UNSW Law RP 83/2017.

Aus Raumgründen gehen wir dieser neuen, hochinteressanten Thematik hier noch nicht weiter nach. Diese Entwicklung zeigt aber, dass das Internet mit seinen Plattformen völlig neue Finanzierungsmethoden eröffnet hat. Sie sind wesentlich kostengünstiger als die bestehenden, insbesondere als Börsengänge. Zudem gelingt es auf diese Weise auch Unternehmensneugründern, das für ihr Vorhaben erforderliche Eigen- und Fremdkapital zu beschaffen. Letzteres bekämen sie von Banken oftmals nicht.

## **2. Die geltenden aufsichts- und sonstigen regulierungsrechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland**

Bei all diesen Geschäftsarten stellen sich in Deutschland die Fragen der Erlaubnispflicht nach dem Kreditwesengesetz (KWG) und/oder der Gewerbeordnung (GewO), des Eingreifens des Zahlungsdiensteaufsichtsgesetzes (ZAG), der Prospektpflicht nach dem Vermögensanlagegesetz (VermAnlG) oder dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).

Schließlich stellen Teile der Literatur auch die Frage nach einer möglichen Verantwortlichkeit und Haftung der Plattformbetreiber, die wir hier nicht behandeln.

Die Praxis orientiert sich an den Veröffentlichungen der BaFin<sup>48</sup>. Diese sollen hier nicht im Einzelnen erörtert werden<sup>49</sup>. Vielmehr beschränkt sich diese Darstellung – angesichts ihrer Schwerpunktsetzung auf rechtspolitische Fragen – auf einen Überblick und spart aus Raumgründen bewusst Details zu Abgrenzungen strittiger Fälle aus. Zu solchen äußert sich auch die BaFin in ihren Schreiben ohnehin nicht präzise, sodass sie einer Klärung des Einzelfalls vorbehalten sind.

Das aufsichtsrechtliche Bestreben der Crowdlending-Unternehmen besteht, wie erwähnt, darin, keiner Erlaubnis nach dem KWG zu bedürfen und auch nicht dem ZAG zu unterfallen<sup>50</sup>.

Für die reine Vermittlung von Krediten ist keine Erlaubnis nach dem KWG erforderlich. Crowdlending-Unternehmen haben diese i.d.R. auch nicht, sondern lediglich eine Erlaubnis nach § 34c GewO und § 34f GewO. § 34c Abs. 1 Nr. 2 GewO verlangt eine Erlaubnis für den gewerbs-

---

<sup>48</sup> <[https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html) und [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdinvesting/crowdinvesting\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdinvesting/crowdinvesting_node.html)>.

<sup>49</sup> Zu bankaufsichtsrechtlichen Fragen s. *Nietsch/Eberle* DB 2014, 1788 ff.

<sup>50</sup> S. zu Einzelheiten *Hartmann* BKR 2017, 321 ff. sowie *ders.* EuCML 2017, 245 ff. mit ökonomischer Analyse auch künftiger Entwicklungen und Thesen für den rechtlichen Reformbedarf.

mäßigen Abschluss von Darlehensverträgen, § 34f GewO eine solche im Umfang der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG u.a. für die Anlagevermittlung von Vermögensanlagen i.S.d. § 1 Abs. 2 VermAnlG. Solche von Crowdfunding-Unternehmen vermittelten Vermögensanlagen gewähren u.a. eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens, wie partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen, Genussrechte, Namensschuldverschreibungen und sonstige Anlagen mit einer Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld oder das Inaussichtstellen des Geldgewährens.

Crowdlending- und Crowdfunding-Unternehmen wollen auch keine Bankgeschäfte wie das Kreditgewerbe betreiben. Auch deshalb verfolgen sie das Ziel, sich außerhalb des Anwendungsbereichs des KWG zu bewegen. Sie dürfen somit weder ein Einlagengeschäft (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG) noch ein Kreditgeschäft (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG) betreiben. Das machen sie auch nicht, weil sie nach ihrem Geschäftsmodell weder selbst fremde Gelder als Einlagen oder andere unbedingt rückzahlbare Gelder des Publikums annehmen noch selbst Gelddarlehen oder Akzeptkredite gewähren. Zu Recht vertritt die BaFin die Ansicht, Plattformbetreiber betrieben dann kein Kreditgeschäft i.S.d. § 1 Abs. 2 Ziff. 2 KWG, wenn sie die Kredite nur vermittelten und für die eigentliche Kreditvergabe lizenzierte Kreditinstitute einschalteten oder wenn sie die Erlaubnispflicht durch eine vertragliche Ausgestaltung, etwa in Form eines qualifizierten Nachrangdarlehens, vermeiden<sup>51</sup>.

Auch die weiteren von der BaFin in die Überlegung einbezogenen Tatbestände des KWG, namentlich die Anlagevermittlung (§ 1 Abs. 1a. S. 2 Nr. 1 KWG), die Abschlussvermittlung (§ 1 Abs. 1a. S. 2 Nr. 2 KWG), das Platzierungsgeschäft ohne feste Übernahmeverpflichtung (§ 1 Abs. 1a Nr. 1c KWG), das Emissionsgeschäft (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG) sowie der Betrieb eines multilateralen Handelssystems (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1b KWG) werden in der Praxis vermieden. Ob diese Restriktionen wirtschaftlich sinnvoll sind, soll nachfolgend im rechtspolitischen Teil untersucht werden.

---

<sup>51</sup> S. BaFin: <[https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html)>.

Ein die Erlaubnispflicht nach dem ZAG auslösendes Finanztransfergeschäft (§ 1 Abs. 2 Nr. 6 ZAG) liegt nicht vor, solange der Plattformbetreiber keine Anlegergelder entgegennimmt<sup>52</sup>. Das ist für das Funktionieren des Geschäftsmodells auch nicht erforderlich.

Die BaFin beaufsichtigt Unternehmen und ihre Aktivitäten, die weder einer Erlaubnis nach dem KWG noch nach dem ZAG bedürfen, nicht. Das ist, wie erwähnt, tatsächliche Voraussetzung für die faktische Machbarkeit dieser Geschäftsmodelle für kleine Unternehmen. In Deutschland gibt es derzeit nur die Alternativen der sehr aufwendigen und kostenintensiven Überwachung durch die BaFin und der eher zurückhaltenden Überwachung durch die Gewerbeaufsichtsämter, die zu einer sachlich-inhaltlichen Prüfung der Geschäftsmodelle schon von ihrer personellen Ausstattung her nicht in der Lage sind.

### **3. Rechtspolitische Diskussion**

In der rechtspolitischen Diskussion wird es zum Teil (etwa unter Hinweis auf die Regelungen im Vereinten Königreich) als verfehlt erachtet, dass Crowdfunding-Plattformen nicht der Aufsicht der BaFin unterstellt sind.<sup>53</sup> Unterschieden wird dabei zwischen der Regulierung der Plattformen und der Regulierung der Emittenten.

### **4. Chancen und Risiken – wie steht ein freiheitlicher Staat dazu?**

Die internetbasierten Kapitalanlagen und Investmentmöglichkeiten bieten, wie Crowdlending und Crowdfunding beispielhaft zeigen, nicht nur innovativen Unternehmen, sondern auch Privatanlegern neue und bisher in dieser Form nicht vorhandene Chancen. Der Weg, an Unternehmen auch kleinteilige Darlehen oder eigentumsähnliche Beteiligungen zu geben und hierbei eine breite Auswahl zu haben, wurde erst durch diese neuen Formen in einer immer größeren Breite erschlossen.

Private Equity- und Venture-Capital-Fonds – wie sie bis zum Juli 2013 als geschlossene Fonds aufgelegt wurden und seither als Alternative Investmentfonds – bieten Anlegern nicht die

---

<sup>52</sup> Zu Einzelheiten siehe Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) der BaFin, Stand 22.12.2011 Ziff. 2 Lit. f). Zu undifferenziert und zu weitgehend *Scholz-Fröhling* BKR 2017, 133, 135 ff., die, aus dem Bankenbereich kommend, versucht, den Anwendungsbereich der Regulierungen möglichst weit auszudehnen.

<sup>53</sup> *Klöhn* ZIP 2017, 2125, 2128 mit umfassender Darstellung der rechtlichen Entwicklung und Rahmenbedingungen einschließlich der europäischen Ebene.

Möglichkeit, selbst auszuwählen, in welche Unternehmen sie investieren wollen. Den Unternehmen steht ein weit über die nationalen Grenzen hinausgehender Finanzierungsmarkt offen. Gerade dann, wenn sie für die Verwirklichung ihrer Ideen und Produkte keine Bankfinanzierung bekommen würden, können sie sich an eine sehr große, ja fast unbegrenzte Zahl potentieller Anleger wenden. Dies ist in der heutigen Zeit für eine Volkswirtschaft von besonderer Wichtigkeit, zumal Kreditinstitute bei der Kreditvergabe im Interesse ihrer „Geldgeber“, die bei Banken und Sparkassen mit Einlagengeschäft bekanntlich deren Kunden sind, zwangsläufig gewisse Restriktionen zu beachten haben. Bekanntlich haben manche Banken, vor allem unter einer wirtschaftlich veränderten Situation, ihre Geschäftspolitik z.B. in Bezug auf die Risikoeinschätzung der Unternehmer bestimmter Branchen in der Vergangenheit öfter verändert. Die Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung durch Basel II und III werden auch in der Zukunft dazu führen, dass Banken aus wirtschaftlichen Gründen Unternehmen mit schlechten Ratings oftmals nicht finanzieren können bzw. dürfen. Finanzierungen über den freien weltweiten Markt via Crowdfunding sind eine Chance für innovative Unternehmen, doch zu einer Kreditfinanzierung zu kommen.

Das Argument, Investments via Crowd seien für Anleger schon deshalb risikoreich, weil die Gefahr bestünde, dass sich über Crowd-Plattformen vor allem solche Unternehmen finanzieren, die mangels Bonität keine Bankfinanzierung erhalten könnten, ist vordergründig. Das wird bei zahlreichen Unternehmen so sein, gilt aber keineswegs bei allen und das wissen die Anleger auch. Sie können frei entscheiden, ob sie sich mit Festgeldanlagen bei einer Bank oder Sparkasse mit einem Zinssatz nahe Null begnügen oder ob sie ein gewisses Risiko eingehen, dafür aber eine deutlich höhere Verzinsung bekommen.

Gerade vor dem Hintergrund eines weltweiten Crowd-Finanzierungsmarktes muss die Frage grundlegend gestellt werden: Will und soll eine nationale oder europäische Rechtsordnung Unternehmen, die solche Finanzierungen vermitteln, durch mehr oder weniger große Restriktionen daran hindern, mit der Folge, dass sie zur Verwirklichung ihres Geschäftsmodells ins (EU-)Ausland abwandern müssen? Ein generelles Verbot oder auch nur hohe Hürden für das Vermitteln von Kreditfinanzierungen durch Privatpersonen würde zudem überhaupt nicht in ein freies Wirtschaftssystem passen, bei dem die Unternehmensfinanzierungen eine zunehmend größere Rolle spielen. Mit der in § 1 Abs. 1 KAGB enthaltenen Ausnahme, wonach ein

„operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors“ gerade kein Investmentvermögen darstellt, verfolgte der Gesetzgeber erkennbar das Ziel, Unternehmensfinanzierungen im Kapitalmarkt für operativ tätige Unternehmen weiterhin außerhalb des KAGB zu ermöglichen<sup>54</sup>.

Unseres Erachtens sollte deshalb auch Deutschland solchen neuen Finanzierungsformen grundsätzlich aufgeschlossen gegenüberstehen und sich mit den entscheidenden inhaltlichen Fragen auseinandersetzen, aus welchen Gründen es einen Regulierungsbedarf geben könnte und wie die **präzise zu ermittelnden Zielsetzungen** bestmöglich erreicht werden können, ohne die Plattformbetreiber mehr als nötig zu beschränken. Letzteres wäre schließlich auch zum Nachteil der Unternehmer und der Investoren. Eine dynamische Start-Up-Unternehmenslandschaft kann schließlich nur in einem Land entstehen und wachsen, in dem ausreichende und vor allem einfach zu handhabende Finanzierungsmöglichkeiten für solche Unternehmer zur Verfügung stehen.

Inhaltlich geht es um die Fragen nach möglichen Beschränkungen in Bezug auf die Art der Investments, in Bezug auf die persönlichen Anforderungen an Plattformbetreiber und in Bezug auf die Anleger.

## 5. Konkrete Fragestellungen

### a) Kapitalanlagen per Internet ohne persönliche Beratung

Es stellt sich die Frage, ob derartige Kapitalanlagen generell via Internet und damit ohne persönliche Beratung und Information zugelassen werden sollen. Indes hat sich diese Thematik im Grunde längst überholt. Mit der Einführung von Onlinebanking und insbesondere seit vor allem viele junge Menschen gar keine Konten mehr bei stationären Banken und Sparkassen haben, werden zwangsläufig auch Wertpapierkäufe ohne persönliche Beratung durchgeführt. Den gesetzlichen Erfordernissen voluminöser Prospekte<sup>55</sup> und dicht beschriebener Produktinformationsblätter nach der PRIIP-VO<sup>56</sup> bzw. § 31 Abs. 3a WpHG<sup>57</sup> oder § 13 VermAnlG und der

---

<sup>54</sup> Hierzu *Loritz/Rickmers* NZG 2014, 1241 ff.

<sup>55</sup> S. §§ 5 ff. WpPG, §§ 7 ff. VermAnlG, s. dazu Schreiben der BaFin „Prospekte für Wertpapiere und Vermögensanlagen“ i.d.F. vom 3.2.2016 (<[https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Prospektspflicht/prospekte\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Prospektspflicht/prospekte_node.html)>).

<sup>56</sup> VO (EU) Nr. 1286/2014 des EP und des Rates vom 26.11.2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABIEU v. 9.12.2014, L 352/1.

<sup>57</sup> Dazu Rundschreiben der BaFin vom 26.3.2015 (<[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2013/meldung\\_130926\\_rs\\_produkttinformationsblaetter\\_wa.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2013/meldung_130926_rs_produkttinformationsblaetter_wa.html)>).

Illusion der Juristen, immer mehr Informationen würden dem Anleger nützen, steht die Realität beim Erwerb von Kapitalanlagen gegenüber. Kaum ein Kunde nimmt sich Zeit, die Emissionsprospekte auch nur in wesentlichen Teilen zu lesen. Produktinformationsblätter müssen von Gesetzes wegen eine solche Fülle an Informationen enthalten, dass die meisten Anleger völlig überfordert sind. In der Realität gehen viele von ihnen bewusst oder unbewusst schon deshalb ein Risiko ein, weil sie nicht nur die rechtlichen Aspekte des Produkts nicht beurteilen können, sondern auch nicht hinreichend genau wissen, welche Faktoren im Einzelnen dafür verantwortlich sind, dass der Substanzwert oder der Ertrag ihrer Kapitalanlage steigt oder sinkt. Daran ändert die persönliche Beratung ohnehin in vielen Fällen nichts; denn den Anlegern stehen alle Informationen zur Verfügung. Nur nehmen die meisten von ihnen diese Informationen bewusst nicht zur Kenntnis oder verstehen sie jedenfalls bezüglich ihrer Tragweite nicht. Es wäre eine Illusion zu glauben, dass irgendein Anlageberater in der begrenzten Zeit, während der ein Kunde zuhört, in der Lage wäre, diesen besser zu informieren als dies mittels Prospekten, Produktinformationsblättern, Finanzportalen und sonstigen über das Internet zugänglichen Informationsquellen der Fall ist. Es gibt also keinen sachlichen Grund, hier das Rad gewissermaßen zurückzudrehen und den Erwerb von Finanzprodukten im Internet im Interesse der Anleger faktisch restriktiver zu handhaben als beim Erwerb über eine stationäre Bank oder einen Wertpapierdienstleister mit persönlicher Beratung.

Über die Realität muss man sich freilich im Klaren sein: Mit der aus unserer Sicht richtigen und unverzichtbaren Zulassung des Erwerbs auch hoch risikoreicher Anlageprodukte durch Privatkunden via Online-Banken und Online-Broker hat der Gesetzgeber faktisch zugelassen, dass Anleger – ohne irgendwelche Belehrungen und Information über Anlageprodukte gelesen oder gehört zu haben – mit einem einfachen Klick ihre Gelder anlegen. Das ist ein durchaus gravierender Unterschied gegenüber dem Erwerb von Kapitalanlagen am Bankschalter oder auch Zuhause anlässlich eines Besuches des Anlageberaters oder -vermittlers. Vor allem in der Bank wird der Berater einen wenig finanzkräftigen Kunden immer noch einen „letzten“ Hinweis geben, wie risikoreich und spekulativ z.B. eine bestimmte Option mit fixem Verfalldatum ist. Bei einem Kauf via Internet entfällt diese „letzte“ Warnstufe. Das ist heute Normalität und wir plädieren keineswegs für Einschränkungen in diesem Bereich. Nur sollten sich Politik und Rechtsprechung darüber im Klaren sein, dass immer neue Informations- und Aufklärungspflichten zu einem immer größeren Auseinanderdriften zwischen der Realität beim Online-

Erwerb und derjenigen beim Erwerb am Bankschalter und mittels der Beratung durch sonstige reale Personen führt. Aus unserer Sicht sollte das heutige System ausgefeilter Informationen, für das maßgeblich die Rechtsprechung verantwortlich ist, insgesamt überdacht werden. Das System muss darauf zielen, die Risiken der persönlichen Beratungen einzudämmen und nicht für den Online-Vertrieb zusätzliche zu schaffen.

An dieser Stelle bleibt festzuhalten, dass Restriktionen der Gestalt, bestimmte Finanzprodukte dürften nicht online vertrieben werden, aus unserer Sicht nicht sinnvoll sind.

#### **b) Qualifikation und kapitalmäßige und organisatorische Mindestausstattung**

Zweitens ist zu fragen, ob von den **Plattformbetreibern** eine gewisse Qualifikation und/oder eine gewisse kapitalmäßige und organisatorische Mindestausstattung zu verlangen ist.

Eine fachliche Eignung wie sie zum Beispiel bei Geschäftsleitern von Kreditinstituten gesetzlich verlangt wird (§ 25c KWG), scheidet u.E. bei den Betreibern von Crowdfunding-Plattformen prinzipiell aus. Ungeachtet möglicher verfassungsrechtlicher Bedenken in Bezug auf Art. 12 GG (Berufsfreiheit) verlangt allein das Betreiben der Plattform keine besonderen Qualifikationen in Bezug auf das Kreditgeschäft.

Erforderlich sind hingegen Kenntnisse in Bezug auf die Prüfung der Bonität der Kreditnehmer. Hierzu gibt es jedoch seit Langem vor allem von Kreditinstituten entwickelte Bonitätskriterien. Ihre Anwendung auf den Einzelfall setzt nicht zwingend eine besondere Vorbildung voraus. Zudem hat sich seit jeher gezeigt, dass die inzwischen sicher sehr strengen Prüfkriterien der Banken auch nicht in der Lage sind, den Ausfall von Kreditnehmern zu vermeiden. Entscheidend ist hier eine präzise und verständliche Aufklärung über die Risiken des Investments im Allgemeinen und eventuell bei besonders risikoreichen Kreditinvestments. In einem freiheitlichen Staat kann jeder mit seinem Geld grundsätzlich nach Belieben verfahren. Wenn er es in Lotterien, Glücksspielhallen und Casinos riskieren und verlieren darf, dann soll er das auch mittels unternehmerischer Investments dürfen. Aber er muss wissen, dass er ein hohes Risiko, das vielleicht eher einem Spiel gleicht, eingeht.

Da Crowdfunding-Plattformbetreiber im Regelfall Finanzanlagenvermittler i.S.d. § 34f Abs. 1 S. 1 Nr. 3 GewO sind, unterliegen sie den Regelungen der Finanzanlagenvermittlungsverordnung (FinVermV)<sup>58</sup>. Die darin geregelten Anforderungen wie die Sachkundeprüfung (§ 1 FinVermV, § 34f Abs. 2 Nr. 4 GewO), der Zuverlässigkeitsnachweis, geordnete Vermögensverhältnisse sowie eine Berufshaftpflichtversicherung gelten auch für sie. Sie sollten auch ausreichen. Eine kapitalmäßige Mindestausstattung des die Plattform betreibenden Unternehmens erscheint weder notwendig noch sinnvoll. Die Kunden wissen, dass für die Zahlung der Zinsen und für die Rückzahlung der Kredite ausschließlich der Kreditnehmer verantwortlich ist, nicht aber der Plattformbetreiber. Entsprechend der vertraglichen Konstruktion trifft diesen auch keine Haftung im Falle eines Kreditausfalls. Das ist nicht anders, als wenn die Bank bei der Emission einer Anleihe tätig wird und der Gläubiger ausfällt. Auch hier gibt es zu Recht keine subsidiäre Haftung der Bank. Sie haftet hier selbstverständlich im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften für eigenes Fehlverhalten. Eine solche Haftung trifft auch einen Plattformbetreiber. Gibt dieser zum Beispiel wahrheitswidrig vor, die Bonität der Kreditnehmer einer intensiven Prüfung zu unterziehen und unterlässt er dies generell oder im Einzelfall, so setzt sich der Plattformbetreiber verständlicherweise einer Haftung aus. Das Aufstellen allgemeiner gesetzlicher Regelungen zu Art und Intensität der Prüfung von Kreditnehmern empfiehlt sich u.E. nicht. Zu vielschichtig sind die einzelnen Kreditnehmer und ihre Geschäftsmodelle, als dass sich allgemeine Prüfungskriterien in einem Gesetz formulieren ließen. Letztlich müsste sich der Gesetzgeber mit Generalklauseln begnügen, die dann mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einer Fülle von Gerichtsprozessen im Falle des Ausfalls von Kreditnehmern führten.

Auch eine über den Umfang des § 9 FinVermV hinausgehende Berufshaftpflichtversicherung erscheint nicht erforderlich. Die Vermittlung per Internetplattform bringt keine größeren Risiken für Kunden und Vermittler mit sich als die klassische Vermittlung mittels eines Beratungsgesprächs.

### **c) Beschränkung auf bestimmte Anlageformen und summenmäßige Begrenzungen**

Schließlich kann man beim Crowdfunding die Frage stellen, ob dieses tatsächlich – wie derzeit in Deutschland – auf bestimmte Anlageformen beschränkt sein sollte.

---

<sup>58</sup> VO über die Finanzanlagenvermittlung (Finanzanlagenvermittlungsverordnung – FinVermV) v. 2.5.2012, BGBl. I, 1006.

Wie oben<sup>59</sup> ausgeführt, dürfen Crowdlending-Unternehmen, um sich in den Grenzen der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG zu bewegen, nur Anlagevermittlung von Vermögensanlagen i.S.d. § 1 Abs. 2 VermAnlG betreiben. Sie können damit also Beteiligungen am Ergebnis eines Unternehmens, wie partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen, Genussrechte, Namensschuldverschreibungen und sonstige Anlagen mit einer Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld oder das Inaussichtstellen des Geldgewährens vermitteln. Nicht umfasst – also nicht erlaubt – ist davon die Vermittlung von klassischen Eigenkapitalbeteiligungen wie Aktien, Personengesellschaftsanteilen und GmbH-Anteilen. Die Abgrenzung, wann stille Beteiligungen vorliegen, ist nach wie vor umstritten<sup>60</sup>.

Die Vermittlung von GmbH-Anteilen würde sich wegen des Erfordernisses der notariellen Beurkundung (§ 15 GmbHG) ohnehin nicht eignen. Die Vermittlung von Aktien käme in die Nähe einer börsenmäßigen Organisation oder sogar noch eher in die Nähe von in sehr kleinem Rahmen durchgeführten OTC-Geschäften<sup>61</sup>. Der organisierte Aktienhandel wird bekanntlich von den staatlich reglementierten und konzessionierten Börsen, der OTC-Handel dagegen in Europa maßgeblich von EUREX und LIFFE durchgeführt. Dort geht es jedoch um völlig andere Volumina als beim Crowdfunding in der heutigen Form. Die oben erwähnte Entwicklung hin zu ICO, Kryptowährungen und Tokens zeigt, dass in der Praxis ein Bedarf nach Kapitalakquisition außerhalb der nur größeren Unternehmen offenstehenden Formen über die Börsen besteht. Es gilt daher durch neue Konzepte – die selbstverständlich den Interessen der Anleger Rechnung tragen müssen – auch die Chancen des weltweiten Kapitalvertriebs via Internet und der entsprechenden Investments auszuloten.

In Europa wäre eine europäische Regelung im Ansatz sinnvoll. Der europäische Gesetzgeber ist aber auf dem Weg zu einer Kapitalmarktunion noch nicht weit gekommen.<sup>62</sup>

Der deutsche Gesetzgeber versucht, Anlegerschutz heute mit den oben<sup>63</sup> dargestellten, insbesondere summenmäßigen Begrenzungen der Investments auf prinzipiell nur 1.000 € und bei Vorliegen besonderer Voraussetzungen 10.000 € pro Anleger (vgl. § 2a Abs. 3 VermAnlG)

---

<sup>59</sup> S. oben V.2.

<sup>60</sup> S. *Nietsch/Eberle* DB 2014, 1788, 1793.

<sup>61</sup> OTC = „over the counter“, d.h. außerhalb organisierter Märkte.

<sup>62</sup> S. dazu bereits oben IV.3 sowie *Klöhn* ZIP 2017, 2125, 2131.

<sup>63</sup> S. oben V.2.

und einem Gesamtfinanzierungsvolumen von 2,5 Mio. € pro Unternehmen (vgl. § 2a Abs. 1 VermAnlG) zu erreichen. Die Beschränkungen sind das Ergebnis politischer Entscheidungen. Darüber, ob gerade diese Grenzen Anleger davor bewahren, im Verhältnis zu ihrem Einkommen und Vermögen in unverhältnismäßigem Maß in Kapitalanlagen zu investieren, liegen bislang keine Erkenntnisse vor<sup>64</sup>.

Tatsächlich und von der rechtlichen Konzeption her handelt es sich auch nur um einen faktischen Zwang zur Risikostreuung bei Crowdfunding und Crowdlending, weil die Zahl der Beteiligungen für die einzelnen Anleger nicht begrenzt ist. Da für die hergebrachte Finanzanlagenvermittlung eine Beschränkung nicht gilt, erscheint sie auch für Crowdfunding-Unternehmen wenig sinnvoll, mit 1.000 € jedenfalls zu gering.

Wenig sinnvoll erscheint ferner die volumenmäßige Begrenzung pro Unternehmen auf 2,5 Mio. €. Letztlich sind es nur Klein- und Kleinstunternehmen, bei denen solche Finanzierungsvolumina ausreichen. Hier wäre es u.E. sinnvoll, auch diese Grenze überschreitende Finanzierungen zu erlauben, aber an bestimmte Anforderungen, wie etwa das Erstellen eines von einem Wirtschaftsprüfer oder Steuerberater auf Plausibilität geprüften Businessplans, zu knüpfen.

#### **d) Die Frage einer aufsichtsbehördlichen Überwachung generell**

Schließlich stellt sich die Frage, was generell einer Aufsicht unterstellt werden sollte und wie diese Aufsicht auszugestalten ist. Nach bisherigen Erfahrungen bringt die gewerbeaufsichtsrechtliche Überwachung der Vermittler, der wie dargestellt, auch die Betreiber von Plattformen für Crowdlending und Crowdfunding unterstehen, für diese einen zwar durchaus ins Gewicht fallenden, aber leistbaren Aufwand. Würde eine BaFin-Überwachung eingeführt, so müsste sie mit einer neu zu regelnden Zulassung einhergehen. Der damit verbundene beratungsmäßige und hierdurch ausgelöste finanzielle Aufwand wäre für viele kleine Unternehmen und insbesondere Start-Ups, wie schon erörtert, nicht leistbar.

Hier stellt sich wie bei jeder aufsichtsrechtlichen Überwachung von Akteuren der Finanzmärkte die Frage nach Erfordernis, Nutzen und Aufwand. Keine Behörde ist in der Lage, mehr als eine anhand allgemeiner Kriterien vorzunehmende und damit vor allem formale Prüfung

---

<sup>64</sup> Auch die Auflistung bei *Hainz/Hornuf/Klöhn* (Fn. 31), S. 37 ff. kann diese Frage nicht zufriedenstellend beantworten; denn Anleger sind im Allgemeinen nicht bereit, über ihre Vermögensverhältnisse im Einzelnen Auskunft zu geben.

der kapitalsuchenden Unternehmen durchzuführen. Es gibt nun einmal kein System, Unternehmensentwicklungen bzw. -fehlentwicklungen vorherzusehen und so Anleger vor dem Verlust ihres Geldes zu bewahren. Vor allem sind nicht nur Risiken und damit Verluste der Investoren, sondern auch die Freiheit, diese einzugehen, essentielle Elemente einer freien Marktwirtschaft.

Sinn einer Aufsicht kann es nur sein, das Einhalten vorgegebener Regularien zu überwachen und Unternehmen, die in betrügerischer Absicht Anlegergelder vereinnahmen wollen, in möglichst großem Umfang schon vorab vom Markt auszuschließen. Gerade das ist bekanntlich schwierig. Bei börsennotierten Großunternehmen gibt es inzwischen zusätzlich zu den gesetzlichen Normen eine Fülle von Compliance- und Corporate Governance-Regeln. Für kleine und mittlere Unternehmen wäre ein vergleichbarer Aufwand nicht leistbar. Die BaFin selbst ist – von den dem KWG unterfallenden Unternehmen abgesehen – nicht für die Überwachung der Geschäftspolitik der börsennotierten Unternehmen zuständig.

U.E. empfiehlt es sich nicht, Crowdfunding und Crowdlending-Unternehmen generell einer wie auch immer gearteten Finanzaufsicht durch die BaFin (oder gar die ESMA) zu unterwerfen.<sup>65</sup> Überlegenswert erscheint vielmehr eine Lösung zur **Testierung durch Wirtschaftsprüfer** nach **vorzulegenden gesetzlich neu zu regelnden Kriterien**. Diese Kriterien und sonstigen Vorgaben müssten allerdings so gehalten sein, dass einerseits die Art der Anlage und die spezifischen Risiken stärker in den Vordergrund gestellt und dass andererseits auch die Aufgabengestaltung der testierenden Wirtschaftsprüfer und damit deren Haftungsrisiken klar eingegrenzt werden. Sonst würden sich keine entsprechend sachkundigen Wirtschaftsprüfer, die eine solche Prüfung durchführen, finden.

## 6. Ergebnis

Crowdlending und Crowdfunding sind neuartige Formen der Kapitalzuführung vor allem an Unternehmen, die unserer Ansicht nach nicht durch Einführung neuer unnötiger Regularien behindert werden sollten. Anleger erhalten dadurch neue Chancen. Die Risiken müssen für sie transparent und vor allem verständlich erklärt werden.

---

<sup>65</sup> A.A. etwa Klöhn ZIP 2007, 2125, 2128, der dies mit einem „optimalen Regulierungszugriff“ begründet, was u.E. aber keine sachlich-inhaltliche Legitimation bietet. Für eine Regulierung auch bereits Klöhn/Hornuff ZBB 2012, 237, 264 f.; dies. DB 2015, 47, 53; s. zur Thematik auch Casper ZBB 2015, 265, 280; Damwerth ZBB 2016, 20, 36; Uffmann JZ 2016, 928, 929 f.; Meschkowski/Wilhelmi BB 2013, 1411, 1416 f..

Die derzeitigen volumenmäßigen Beschränkungen sind im Interesse eines wirksamen Anlegerschutzes in dieser Form nicht erforderlich. Insbesondere die Obergrenze von 2,5 Mio. € pro Unternehmen ermöglicht nur die Finanzierung kleiner Unternehmen. Nach der Start-Up-Phase sind sie dann doch auf die herkömmlichen Finanzierungen durch Bankkredite oder durch einen sehr kostenaufwändigen Börsengang angewiesen.

Es ist an der Zeit, die Chancen, die das Internet bietet, indem es deutlich kostengünstigere Unternehmensfinanzierungen als es sie bisher gibt, ermöglicht, kapitalmarktrechtlich zuzulassen. Dabei ist über neue Formen des Anlegerschutzes nachzudenken. Das Unterstellen von Unternehmen unter das Regime des KWG und damit die Überwachung durch die BaFin (oder gar eine Überwachung durch die ESMA) ist weder erforderlich noch sinnvoll. Neu gegründete Unternehmen können den hiermit verbundenen Aufwand an Kosten und Administration nicht leisten. Eine gesetzlich vorgeschriebene selektive, aber zielgerichtete Testierung durch Wirtschaftsprüfer und Steuerberater mit entsprechenden Spezialkenntnissen wäre einerseits im Interesse des Schutzes der Kapitalanleger effektiver und andererseits für die Unternehmen selbst förderlich und nicht hindernd.