

An die Mitglieder  
des BT-Finanzausschusses

Nur per E-Mail an:

[finanzausschuss@bundestag.de](mailto:finanzausschuss@bundestag.de)

**Hauptstadtbüro**

Unter den Linden 42  
10117 Berlin | Deutschland  
T: +49 (0) 30 - 20 21 585 - 0  
F: +49 (0) 30 - 20 21 585 - 29  
info@zia-deutschland.de  
www.zia-deutschland.de

**Europabüro**

Rue Marie de Bourgogne 58  
B-1000 Brüssel | Belgien  
Telefon: +32 (0) 2 - 792 10 05  
Telefax: +32 (0) 2 - 792 10 30

**Vorstand:**

Dr. Andreas Mattner (Präsident)  
Jan Bettink  
Rolf Buch  
Ulrich Höller  
Dr. Jochen Keysberg  
Bärbel Schomberg  
Christian Ulbrich  
Thomas Zinnöcker

Dr. Eckart John von Freyend  
(Ehrenpräsident)

**Präsidium:**

Andrea Agrusow  
Klaus Beine  
Martin Eberhardt  
Wolfgang Egger  
Birger Ehrenberg  
Rainer Eichholz  
Jürgen Fenk  
Alexander Gebauer  
Dr. Jürgen Gehb  
Günter Manuel Giehr  
Thomas Hegel  
Prof. Dr. Tobias Just  
Sascha Klaus  
Werner Knips  
Barbara A. Knoflach  
Axel König  
Dr. Reinhard Kutscher  
Matthias Leube  
Reinhard Müller  
Dr. Andreas Muschter  
Andreas Pohl  
Oliver Porr  
Dr. Georg Reutter  
Daniel Riedl  
Rupprecht Rittweger  
Martin Schramm  
Jürgen Schwarze  
Dr. Zsolt Sluitner  
Ulrich Steinmetz  
Dirk Tönges  
Peter Tzeschlock  
Dr. Hans Volkert Volckens  
Brigitte Walter  
Sonja Wärtnges  
Dr. Marc Weinstock  
Claus Wisser  
Ulrich Wölfer

**Geschäftsführer:**

Dr. Stephan Rabe  
Klaus-Peter Hesse

Berlin, 19. April 2017

**Bericht der Bundesregierung über die Evaluierung der durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3. Juli 2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in §§ 2a bis 2c des Vermögensanlagengesetzes**

Sehr geehrte Frau Arndt-Brauer,  
sehr geehrte Damen und Herren,

vielen Dank für die Möglichkeit Ihnen unsere Positionierung zur Frage der weiteren Regulierung von Schwarmfinanzierungen im Bereich der Immobilienfinanzierung darzulegen. Dazu wollen wir zunächst auf die Entwicklungen in diesem Bereich eingehen, um im darauffolgenden Abschnitt eine Wertung der derzeitigen Situation aus der Sicht der Immobilienwirtschaft vorzunehmen und darauf aufbauend Gedanken zur weiteren Regulierung darzulegen.

**Hintergrund und Entwicklung**

1. Da die deutsche unregulierte „Spielwiese“ (Neudeutsch „Sandbox“) der geschlossenen Fonds seit AIFMD/KAGB nicht mehr existiert – hierüber aber viele innovative Ideen reifen konnten (ähnlich wie in den USA Silicon Valley) –, ist es grundsätzlich sinnvoll, einen Regulierungsrahmen für junges Unternehmertum und neue oder kleine Projekte und Ideen bereitzustellen. Insofern war der Ansatz einer Privilegierung für solche Modelle durchaus begründet.
2. Die Schwarmfinanzierung von jungen Unternehmen in den derzeit überschaubaren Volumina (2,5 Mio. EUR pro Anlagemöglichkeit) lässt sich aber offensichtlich wirtschaftlich kaum darstellen: Die Schwarmfinanzierungsplattformen sind gefordert, mit einem anspruchsvollen Due Diligence-Prozess (nur) die erfolgreichen Start Ups auszuwählen. Ausfälle

sollten so dringend vermieden werden. Der Aufwand hierfür ist aber im Vergleich zu den geringen Ticketgrößen jedoch insgesamt eher unwirtschaftlich, da es nicht genügend qualifizierte Start Ups gibt. Vor diesem Hintergrund werden die Schwarmfinanzierungsplattformen derzeit vorzugsweise für Immobilien-Mezzanine-Finanzierungen genutzt.

3. Die Mezzanine-Immobilienfinanzierung war hier seinerzeit sicherlich nicht angedacht.
4. Durch die Gesamtgrößenreglementierung bilden Schwarmfinanzierungen in der Regel Teil-Bausteine der Gesamtfinanzierung ab, die zusätzlich zu Erstrangkreditgeber und Eigenkapital eventuelle Finanzierungslücken schließt. Es handelt sich in den überwiegenden Fällen also um ein klassisches Mezzanine-Konstrukt im Nachrang, wie auch von der Befreiungsregelung gefordert. Hinzu kommt, dass diese Konstruktionen in zahlreichen Fällen im Themenfeld Projektentwicklungsfinanzierung angewendet werden.
5. Beide Elemente „Mezzanine“ und „Projektentwicklung“ sind letztendlich ergebnis-getrieben seitens des Schwarmfinanzierers, da sich durch beide Cluster höhere Zins-Kupons erzielen lassen, die Schwarmfinanzierungen nach außen hin attraktiv erscheinen lassen.
6. Unterstellt man bei einem Maximal-Volumen von € 2,5 Mio. für den Schwarm, dass eine Nachrangtranche im Bereich von 10% - 20% der Gesamtinvestitionskosten Einsatz findet, so kann daraus abgeleitet werden, dass die Gesamtprojektkosten einer durch den Schwarm teilfinanzierten Immobilie im Bereich zwischen € 12,5 Mio. und 25,0 Mio. liegen. Es ließe sich also leicht argumentieren, dass eine Begrenzung des Schwarmvolumens auf € 2,5 Mio. keinesfalls eine Begrenzung des zugrundeliegenden Immobilienrisikos darstellt.
7. Projekte in den genannten Größenordnungen von € 12,5 Mio bis 25,0 Mio. verlangen nach professionellen Strukturen zur Abwicklung auf der Eigentümer-/Bauherrenseite. Sammelt der Eigentümer öffentlich Gelder für sein Vorhaben ein, so ist er idR reguliert (e.g. Börse, Fonds et al.).

8. Die erstrangfinanzierende Bank ist durch die Gesetzgebung für Banken bei der Kreditvergabe stark reguliert, obwohl sie den von allen Projektbeteiligten niedrigsten Beleihungsauslauf im Verhältnis der Gesamtkosten trägt. Oder umgekehrt formuliert: Im Risikowasserfall etwaiger Projekterlöse (auch im Zwangsfall) steht die am höchsten regulierte Partei an der bestmöglichen Stelle.

### **Wertung der derzeitigen Situation**

1. Es ist daher wenig nachvollziehbar, dass ein Nachrangfinanzierer hier Privilegien genießt, die ihm in der regulatorischen Handhabe seines Geschäftsmodells größere Freiheiten einräumen. Er trägt mehr Ausfallrisiken als die regulierte Bank und ist weniger transparent als ein öffentlich agierender Eigenkapitalgeber.
2. Bislang genießen Schwarmfinanzierer aufgrund der bestehenden Regelungen (Kleinstbeträge et al.) einen Vorteil, weniger reguliert zu sein als Mitbewerber (z.B. Debt-Fonds oder auch Geschäfts- und Spezialbanken). Die Risiken unterscheiden sich beim Schwarmfinanzierer gegenüber einem sonstigen Junior-Finanzierer nicht. Sie sind jedenfalls nicht geringer.
3. Vor diesem Hintergrund ist auch der Verbraucherschutz zu betrachten, denn diese Art der Finanzierung könnte eher kritisch gesehen werden, da sie in der Regel von Darlehensnehmern nachgefragt werden, denen andere Finanzierungsquellen nicht offen stehen. Das heißt, dieses eher risikoreiche Geschäft trifft auf unerfahrene Darlehensgeber, die durch die Aussicht auf hohe Zinsen motiviert werden.

### **Anregungen für eine Weiterentwicklung der Regulierung**

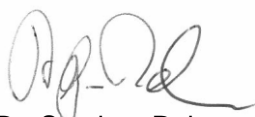
1. Anstatt eine Sachprodukteingrenzung auszulösen, sollte die Regulierung nach dem Grundsatz „same risks, same rules“ weiterentwickelt werden, auch größenunabhängig.
2. Zielführende Regeln für Schwarmfinanzierer in der Immobilienwirtschaft sollten sich damit sinngemäß eher an den Ausfallrisiken der zugrundeliegenden Immobilie orientieren, als an der Größenordnung der durch

Schwarm eingesammelten Gesamttranche von € 2,5 Mio. und Vorgaben für die Anbieter und die Gesamtfinanzierung enthalten (vergleichbar mit Leverage-Ratio für Banken oder LTV-Begrenzung für Fonds).

3. Die früher im geschlossenen Fondsbereich vor Einführung einer gesetzlichen Prospektpflicht häufig durchgeführten inhaltlichen Prospektprüfungen durch Wirtschaftsprüfer gemäß IDW S4 sind durch die Einführung der gesetzlichen Prospektpflicht zu einem Schattendasein verdammt worden. Dabei führt die aktuelle Prospektpflicht lediglich zu einer Formalprüfung durch die BaFin und nicht zu einer inhaltlichen Vollständigkeits- und Richtigkeitsprüfung, wie sie nach IDW S4 durchgeführt wurde, und haftungsrechtlich durch die Berufshaftpflichtversicherungen der Prospektprüfer abgesichert waren.
4. Anzudenken wäre eine Fortschreibung der allgemeinen Standardisierung von Anlageregularien im Sinne der EU-ProspektVO / des WpPG, damit die Güte der Entscheidungsgrundlage deutlich verbessert werden könnte.
5. Sinnvoll erscheint uns auch die Verpflichtung zur Erstellung eines kleinen Prospekts (nicht mehr als 4 Seiten nach einem vorzugebenden Standard, der Vergleiche ermöglicht) nebst dem fettgedruckten Hinweis, dass es sich um eine nicht aufsichtsrechtlich regulierte Anlage handelt, die nicht an einer Börse oder an einem sonstigen Kapitalmarkt gehandelt wird. Deutlich gemacht werden müsste auch, dass der Schwarmfinanzierer – je nach Fallgestaltung – z. B. kein (Mit-) Eigentum an der Immobilie erwirbt, sondern lediglich ein nachrangiges unbesichertes Darlehen ausreicht und gegebenenfalls dessen Totalverlust droht.

Wir würden uns freuen, wenn wir mit diesen Ausführungen zu den weiteren Beratungen beitragen konnten und stehen für Rückfragen gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Stephan Rabe  
Geschäftsführer



Roland Franke  
Abteilungsleiter Finanzmarkt-  
regulierung und Steuern



Sabine Georgi  
Abteilungsleiterin Immobilien-  
und Kapitalmärkte