

Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen für ein Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze

Ihr GZ VII B 5 – WK 6100/17/10001:005 – Dok 2017/0954242

Sehr geehrte Frau Merzbach,

wir bedanken uns herzlich für die Einladung des Ministeriums, den Referentenentwurf des o.g. Gesetzes zu kommentieren.

Mit der EU-Prospektverordnung besteht die Möglichkeit, einen wichtigen Schritt dafür zu tun, die Finanzierungsbedingungen deutscher Unternehmen zu verbessern, die deutsche FinTech-Branche in Europa wettbewerbsfähig zu erhalten und Investoren mehr interessante Anlagemöglichkeiten zu bieten. Dies stünde in Einklang mit zentralen Zielen der europäischen Initiative zur Kapitalmarktunion.

Die EU-Prospektverordnung böte Deutschland die Möglichkeit, prospektfreie Emissionen von Wertpapieren bis zu einem Schwellenwert von 8 Mio. Euro zuzulassen. Nach dem Referentenentwurf soll von dieser Möglichkeit aber kein Gebrauch gemacht werden, sondern lediglich eine bereits bestehende, gegenständlich eng beschränkte – nämlich nur auf CRR-Kreditinstitute und Emittenten von Aktien, die bereits zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, Anwendung findende – Prospektbefreiung bis zu einer Schwelle von 5 Mio. Euro beibehalten werden. Darüber hinaus plant Deutschland nur, die zwingende europäische Mindestvorgabe einer Anhebung der Prospektschwelle für Wertpapiere auf 1 Mio. Euro umzusetzen und in diesem Bereich verhältnismäßige Transparenzanforderungen zu regeln.

Die Begründung des RefE äußert sich nicht dazu, wieso nicht erwogen worden ist, von der Möglichkeit weitergehender Befreiungen von der Prospektspflicht Gebrauch zu machen. Dieses Versäumnis, sollte es im Gesetzgebungsprozess nicht noch korrigiert werden, wird dazu führen, dass sich deutsche mittelständische Unternehmen und Start-ups weiterhin schwierigeren Finanzierungsbedingungen gegenübersehen als ihre europäischen Wettbewerber und dass auch die FinTech- und Schwarmfinanzierungs-Branche in Deutschland weiterhin weniger Dynamik entwickeln können als in anderen Ländern.

In anderen Märkten Europas wurde bereits in der Vergangenheit die Schwelle für die Prospektfreiheit auf 5 Mio. Euro gelegt. Wir gehen davon aus, dass die Regierungen in diesen Ländern die Schwelle nun bei 8 Mio. Euro festlegen werden.

Daher sprechen wir uns im Sinne eines **europäischen „Level Playing Field“** für Unternehmen und zur Förderung der Finanzierungsbedingungen am Standort Deutschland nachdrücklich dafür aus, **dass Deutschland die Schwelle für die Ausnahme von der Prospektpflicht ebenfalls auf 8 Millionen Euro anhebt.**

Für eine höhere Schwelle sprechen auch weitere Überlegungen: Derzeit nutzen Emittenten beim Crowdfunding vor allem partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen, die im Rahmen der Schwarmfinanzierungsausnahme (§ 2a Vermögensanlagengesetz) von der Prospektpflicht befreit worden sind. Wie bereits 2015 in unseren Stellungnahmen zum „Kleinanlegerschutzgesetz“ ausgeführt, besteht dadurch für Emittenten ein wirtschaftlicher Anreiz, vorrangig diese Beteiligungsinstrumente zu nutzen.

Der Spielraum, den die Europäische Prospektverordnung dem Gesetzgeber lässt, könnte dazu genutzt werden, die Emittenten dazu zu bewegen, in Zukunft verstärkt Wertpapiere zu emittieren. Dies wäre aufgrund der größeren Flexibilität, die bei der Strukturierung von Wertpapieren gegenüber Nachrangdarlehen besteht, sowohl für Emittenten als auch für Investoren interessengerecht und damit auch gesamtwirtschaftlich wünschenswert.

Damit eine Emission von Wertpapieren – die auch unabhängig von der Prospektpflicht mit größerem Aufwand und höheren Kosten verbunden ist als eine Emission von Vermögensanlagen – für Emittenten wirtschaftlich gangbar wird, **sollte die Schwelle für die Prospektpflicht jedenfalls auf mindestens 5 Millionen Euro angehoben werden.** Unterhalb dieser Grenze ist eine Prospektemission von Wertpapieren aufgrund der **prohibitiv hohen Kosten** nicht möglich, wie der Markt seit langen Jahren zeigt. Auch diesen Aspekt hatten wir bereits 2015 angesprochen.

Hinzu kommt ein weiterer Aspekt: Eine **verstärkte Emission von Eigenkapital** hätte gegenüber Nachrangdarlehen **gerade für Kleinanleger verschiedene Vorteile.** Eigenkapitalbeteiligungen in Form von Aktien oder GmbH-Anteilen sind sehr viel stärker gesetzlich standardisiert als Nachrangdarlehen oder partiarische Darlehen. Das Aktien- und GmbH-Recht verfügt über einen gefestigten, anlegerorientierten Rechtsrahmen. Die Anleger könnten langfristig besser an den Wertsteigerungen der Unternehmen partizipieren, da die gesetzliche Rechtsstellung von Eigenkapital-Investoren deutlich stärker ausgestaltet ist als diejenige von Darlehensgebern. Aktien ermöglichen es zudem, einen liquiden Sekundärmarkt für Unternehmensanteile aufzubauen, der Anlegern erforderlichenfalls Möglichkeiten zur Desinvestition bietet.

Allerdings gibt es nach deutschem Recht eine wesentliche Hürde: Der ganz überwiegende Teil von jungen und mittelständischen Unternehmen ist in der Rechtsform der GmbH organisiert. Nach geltendem Recht stellen GmbH-Anteile – anders als Aktien – keine Wertpapiere, sondern Vermögensanlagen dar. Das heißt, das mit der Prospektverordnung angestrebte Ziel, den Zugang von jungen und mittelständischen Unternehmen zu Kapital zu verbessern, würde durch eine Vereinfachung von Wertpapier-Emissionen alleine nicht erreicht.

Vielmehr wäre erforderlich, dass parallel zur Umsetzung der EU-Prospektverordnung die Schwarmfinanzierungsausnahme im Vermögensanlagengesetz auf GmbH-Anteile erweitert wird. Denn dadurch würde die regulatorisch widersinnige Situation vermieden, dass die Emission von Eigenkapital in Form von Aktien nach der Prospektverordnung und die Emission von Nachrangdarlehen und partiarischen Darlehen nach dem

Vermögensanlagengesetz im Millionenbereich prospektfrei möglich sind, nicht jedoch die Emission von Eigenkapital in Form von GmbH-Anteilen.

Eine entsprechende Anpassung des Vermögensanlagengesetzes ist daher notwendig, um die Stärkung des Eigenkapitals auch für junge und mittelständische Unternehmen in der Rechtsform der GmbH zu erreichen und nicht alleine für große, etablierte Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft. Ausdrückliches Ziel der europäischen Kapitalmarktunion ist ja gerade die Verbesserung des Zugangs von kleinen und mittleren Unternehmen zu Kapital.

Wenn eine Anpassung der Schwarmfinanzierungsausnahme im Vermögensanlagengesetz nicht erfolgt, sollte umso dringender eine neue Rechtsform der „**AG Light**“ geschaffen werden, die es ermöglicht, das Anlegerschutzsystem der AG auf junge und mittelständische Unternehmen zu übertragen und zugleich aus Unternehmenssicht standardisierte Beteiligungsverträge mit geringeren Transaktionskosten aufzusetzen, damit junge Unternehmen in Zukunft Eigenkapital in Form von Aktien, also Wertpapieren emittieren können. Wir haben hierzu in unseren früheren Stellungnahmen zu Regulierungsvorhaben Vorschläge unterbreitet, die wir diesem Schreiben erneut als Anlage beifügen.

Zusätzlich benötigte man für die Vermittlung von Wertpapieren Vereinfachungen bei der Möglichkeit des Erwerbs einer aufsichtsrechtlichen Erlaubnis als Finanzdienstleistungsinstitut (Anlagevermittlung). Wir haben in früheren Stellungnahmen bereits ausgeführt, wie ein aufsichtsrechtlicher Status eines „**digitalen Finanzanlagenvermittlers**“ unter der Aufsicht der BaFin aussehen könnte.

Bei einer Erweiterung der Schwarmfinanzierungsausnahme im Vermögensanlagengesetz auf GmbH-Anteile wäre für eine dadurch bewirkte Förderung von Eigenkapital-Finanzierungen demgegenüber keine neue Erlaubnis notwendig, da Crowdfunding-Plattformen bereits jetzt über die erforderlichen Erlaubnisse für die Vermittlung von Vermögensanlagen verfügen.

Das im Gesetzesentwurf vorgesehene **Transparenzregime**, das sich an den mittlerweile praxisbewährten Regelungen zu Vermögensanlagen-Informationsblättern orientiert, begrüßen wir. Die Rechtsverordnung nach § 3a Abs. 9 WpPG in der Fassung des RefE sollte demgegenüber aus unserer Sicht der Zustimmung des BMWi unterliegen, damit sichergestellt ist, dass die Belange der kapitalsuchenden Unternehmen ausreichend Berücksichtigung finden.

Mit freundlichen Grüßen



Tamo Zwinge
Mitglied des Vorstandes
Ressort Regulierung

Anlage: Stellungnahme zur Evaluation des „Kleinanlegerschutzgesetzes“