



Juristische Fakultät
Sitz: Unter den Linden 11

Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard)
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und
Wirtschaftsrecht
Telefon +49 [30] 2093-3573
Telefax +49 [30] 2093-3377
lars.kloehn@rewi.hu-berlin.de

Postanschrift:
Unter den Linden 6
10099 Berlin

Datum: 18. Juni 2018

Stellungnahme zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung

Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze (BR-Drucks. 147/18)

Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung ist ein Kompromiss zwischen zwei gut begründeten, aber potenziell widerstreitenden Zielbestimmungen, nämlich einerseits der Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für kleinere und mittlere Unternehmen (KMUs) und andererseits der Gewährleistung des notwendigen Anlegerschutzes. Aus meiner Sicht handelt es sich insgesamt um einen **gut abgewogenen Kompromiss**, gegen den aus wissenschaftlicher Sicht **keine durchgreifenden Bedenken** bestehen. Dennoch meine ich, dass der Entwurf in seiner derzeitigen Fassung **unseriösen Anbietern klassischer „Graumarktprodukte“ die Tür zum Wertpapiermarkt zu weit öffnet**. Er sollte daher aus meiner Sicht geändert werden.

I) Ausnahme von der Prospektpflicht

Gem. § 3 Abs. 2 Satz 1 Nr. 6 WpPG-E sollen künftig alle öffentlichen Angebote von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert (Verkaufspreis) im Europäischen Wirtschaftsraum weniger als 8.000.000 € beträgt, von der Prospektpflicht ausgenommen werden, wobei diese Obergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist. Als Ersatz für den entfallenden Prospekt verpflichtet § 3a WpPG-E die Emittenten, die von dieser Ausnahme Gebrauch machen wollen, zur Erstellung und Veröffentlichung eines Wertpapier- Informationsblatts (WIB), das bei der BaFin hinterlegt werden muss und einer formalen Prüfung unterzogen wird. Zudem gilt die Ausnahme gem. § 3c WpPG-E nur, wenn die Wertpapiere ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermittelt werden, das rechtlich verpflichtet ist, zu überprüfen, dass Anleger höchstens einen von ihrer Einkommens- und Vermögenslage abhängigen Betrag in die angebotenen Wertpapiere investieren. Mit dieser Regelung, die den §§ 2a, 13 VermAnlG, § 65 WpHG sowie § 16 FinVermV nachgebildet ist, macht der deutsche Gesetzgeber von der Option gem. Art. 3 Abs. 2 Prospekt-VO 2017 Gebrauch.

Diese **Regelung** ist meines Erachtens **zu weit**. Sie sollte auf den Bereich des **wertpapierbasierten Crowdfunding beschränkt** werden. Ich empfehle dem Finanzausschuss daher, den Normtext von § 3c WpPG wie folgt zu ändern:

„Unbeschadet der Vorgaben in § 3a und 3b ist auf ein Angebot von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert im Europäischen Wirtschaftsraum 1 000 000 Euro oder mehr beträgt, wobei diese Untergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist, die Befreiung von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts nach § 3 Absatz 2 Satz 1 Nummer 6 nur anwendbar, wenn die Wertpapiere ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über ein von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden, das und das Wertpapierdienstleistungsunternehmen rechtlich verpflichtet ist, zu prüfen (...)“

Begründung:

Die Ausnahme von der Prospektpflicht ist gut begründet, soweit es um Angebote auf Crowdfunding-Plattformen geht. Auf diesem Markt ist das Prospekterfordernis weitgehend überflüssig und angesichts seines begrenzten Nutzens jedenfalls zu kostspielig.¹ Das liegt vor allem daran, dass die Anleger im Internet kostengünstig Informationen über das jeweilige Angebot zusammentragen können (Gedanke der „Weisheit der Vielen“, engl. *wisdom of the crowd*). Es herrscht daher **auch ohne Prospekt eine hohe Transparenz**.

Auf den **übrigen Markt**, auf dem Wertpapiere mittels herkömmlicher Intermediärstrukturen vertrieben werden, **trifft dies nicht zu**. Dieser Markt ist vielfach intransparenter. Es besteht daher die Gefahr, dass unseriöse Anbieter klassischer „Graumarktprodukte“ die Ausnahme von der Prospektpflicht nutzen werden, um unter Einschaltung ebenso unseriöser Anlageberater oder Anlagevermittler (der sprichwörtlichen „Drückerkolonne“) Wertpapiere im Gegenwert von bis zu 8 Mio. € zu vertreiben. Konkret ist zu erwarten, dass Anbieter unverbrieft Vermögensanlagen iSd VermAnlG auf die Emission von Genussscheinen umsteigen werden, um gem. §§ 3 Abs. 2 Nr. 6, 3a, 3c WpPG-E bis zu 8 Mio. € pro Emission prospektfrei einzusammeln.

Diese Anbieter werden sich nicht durch die Pflicht zur Erstellung eines WIB abschrecken lassen, das nur in formeller Hinsicht von der BaFin überprüft wird. Die notwendige Einschaltung eines Anlageberaters und Anlagevermittlers stellt eine Hürde auf, da diese Intermediäre dem WpHG und der BaFin-Aufsicht unterliegen. Die BaFin kann jedoch schon aufgrund ihrer begrenzten Ressourcen keinen hinreichenden Schutz bieten, zumal geschickt aufgebaute Strohmann-Konstruktionen häufig nur schwer zu durchschauen sind. Schließlich lässt sich die Ausnahme von der Prospektpflicht nicht damit rechtfertigen, dass Anleger im schlimmsten Fall höchstens den Betrag verlieren, den sie gem. § 3c WpPG-E investieren dürfen. Erstens leidet die Schlagkraft dieses Schutzregimes daran, dass die Grundlage der Schwellenwertberechnung eine Selbstauskunft des Anlegers ist (und eine darüber hinausgehende Untersuchungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens

¹ Vertiefend Klöhn ZIP 2017, 2125, 2128 f.; aus englischer Perspektive *Armour/Enriques* 81(1) Mod. L. Rev. 51, 72 (2018): „mandating extensive disclosure of information by [crowdfunding] issuers (...) is likely to generate more costs than benefits“.

rechtspolitisch nicht wünschenswert ist). Zweitens dient das Prospekterfordernis nicht nur dem Anlegerschutz, sondern auch dem Schutz der Marktintegrität und der Verhinderung der Fehlallokation von Kapital. Unter diesen zuletzt genannten Gesichtspunkten ist es unerheblich, ob 8.000 Anleger je 1.000 € verlieren oder 400 Anleger je 20.000 €.

Selbstverständlich bietet auch das Prospekterfordernis keinen perfekten Schutz gegen betrügerische Anbieter. Es macht ihnen das Leben aber schwerer. Der **deutsche Gesetzgeber erkannte dieses grundsätzlich unterschiedliche Bedürfnis nach einem Prospekt** auf dem Crowdfunding- und dem sonstigen nicht börslich organisierten Kapitalmarkt, als er die Ausnahme von der Prospektpflicht gem. § 2a VermAnlG auf Crowdfunding-Plattformen („Internet-Dienstleistungsplattformen“) begrenzte. Ebenso sollte er jetzt die Prospektfreiheit für Wertpapieremissionen im Bereich zwischen 1 Mio. € und 8 Mio. € auf den Crowdfunding-Markt beschränken und es im Übrigen bei der europarechtlich vorgegebenen Ausnahme bis zu 1 Mio. € belassen. **Alternativ** könnte der Gesetzgeber die Prospektausnahme auf dem übrigen Markt zunächst auf einen **niedrigeren Betrag beschränken (zB 2,5 Mio. €)** und die Auswirkungen dieser Regelung einer **Evaluation** unterziehen, wie er dies auch im Rahmen von § 2a VermAnlG getan hat.

Die oben **vorgeschlagene Regelung** ist mit **Art. 3 Abs. 2 Prospekt-VO 2017 vereinbar**. Da der deutsche Gesetzgeber im Bereich zwischen 1 Mio. € und 8 Mio. € einen Prospekt für sämtliche Wertpapieremissionen verlangen könnte, bleibt es ihm unbenommen, lediglich bestimmte Marktsegmente wie das Crowdfunding von dem Prospekterfordernis auszunehmen. Eine EU-weite Regulierung des Crowdfunding-Marktes existiert derzeit nicht.²

² Die Kommission hat am 8.3.2018 den Entwurf einer Verordnung über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen veröffentlicht [KOM(2018) 113 endg.]. Dieser Entwurf regelt jedoch nicht die Ausnahme von der Prospektpflicht, sondern vor allem die Verhaltenspflichten von Crowdfunding-Dienstleistern. Er gilt in seiner derzeitigen Fassung zudem nur für juristische Personen, die sich entscheiden, eine Zulassung als EU-weiter Crowdfunding-Dienstleister zu beantragen (Art. 2 Nr. 1 VO-E).

II) Kein Einfluss des Emittenten auf den Intermediär

§ 2a Abs. 5 VermAnlG sieht vor, dass Angebote von Vermögensanlagen dann *nicht* prospektfrei sind, wenn der Emittent unmittelbar oder mittelbar maßgeblichen Einfluss auf die Crowdfunding-Plattform ausüben kann, die die Vermögensanlagen vermittelt.

Der vorliegende Gesetzesentwurf enthält keine vergleichbare Vorschrift. Dies ist sehr ungünstig. Einer der wesentlichen Korrekturmechanismen, mit denen die Ausnahme von der Prospektpflicht gerechtfertigt wird, ist die Vorstellung, dass **Anlageberater oder -vermittler als „Torwächter“ (gatekeepers) unseriösen Anbietern den Zugang zum Wertpapiermarkt versperren** (s.o.). Dieses Korrektiv entfällt, wenn der Emittent maßgeblichen Einfluss auf den Intermediär ausüben kann.

Ich schlage daher vor,

dass der Gesetzgeber eine § 2a Abs. 5 VermAnlG entsprechende Bedingung in § 3a WpPG-E einfügt.

Diese Regelung würde es der BaFin ermöglichen, ein prospektfreies Angebot von Wertpapieren zu untersagen, wenn sie den begründeten Verdacht hat, dass die Wertpapiere von einem Intermediär vertrieben werden, der unter dem maßgeblichen Einfluss des Emittenten steht. Zudem würden Emittenten gem. § 24 WpPG – d.h. verschuldensunabhängig – haften, wenn sich herausstellen würde, dass sie maßgeblichen Einfluss auf den Intermediär hatten und das Angebot daher prospektpflichtig war. Dies würde Emittenten einen starken Anreiz geben, keine Intermediäre einzuspannen, bei denen die Gefahr einer Interessenverschränkung besteht.