

Stellungnahme des BVK zum Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes

Berlin, 02. September 2014

Für die Eigenkapitalversorgung kleiner und mittlerer Unternehmen ist ein funktionsfähiger Kapitalmarkt eine unabdingbare Voraussetzung. Der BVK hat daher sämtliche kapitalmarktbezogenen Gesetzesvorhaben aktiv mit begleitet und wird sich auch in das vorliegende Gesetzgebungsverfahren konstruktiv einbringen. Die Systematik der Kapitalmarktgesetzgebung ist dadurch gekennzeichnet, dass die relevanten Probleme unter Anknüpfung an die jeweiligen Personengruppen, die am Kapitalmarkt teilnehmen, geregelt werden. So sind z.B. Normadressaten des im letzten Jahr in Kraft getretenen Kapitalanlagegesetzbuches die Kapitalverwaltungsgesellschaften alternativer Investmentfonds. „Normbegünstigte“ des jetzt vorgelegten Gesetzesentwurfs sind „Kleinanleger“, deren Schutz beim Erwerb von Vermögensanlagen, Wertpapieren bzw. Finanzinstrumenten verbessert werden soll. Dazu zählen auch Eigenkapital- und eigenkapitalähnliche Instrumente, die zur Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen eingesetzt werden. Im Hinblick auf die eingangs erwähnte unabdingbare Notwendigkeit funktionsfähiger Kapitalmärkte für die Unternehmensfinanzierung unterstützt der BVK jede Gesetzesinitiative, die unter Wahrung und Berücksichtigung der Belange und Interessen der relevanten Teilnehmer den Kapitalmarkt für möglichst viele Kapitalanleger und Kapitalnachfrager öffnet.

Die Finanzierung von sog. Start-up-Unternehmen ist ein wichtiges Anliegen für die Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft, da diese Unternehmen dem technologischen Fortschritt verschrieben sind, Motor für Innovationen sind und nachhaltig Arbeitsplätze schaffen. Der BVK ist der Auffassung, dass neben den traditionellen Finanzierungsquellen, nämlich staatliche Fördermittel (z.B. Hightech-Gründerfonds, ERP-Startfonds), Sozialkapital institutioneller Anleger (z.B. Pensionskassen, Versorgungswerke, Versicherungen) sowie Wagniskapitalfonds, auch der organisierte Kapitalmarkt unter Teilhabe von sog. „Kleinanlegern“ dafür mobilisiert werden muss. Der dabei erforderliche Kleinanlegerschutz leitet sich in diesem Kontext daraus ab, dass zum einen in ausreichendem Umfang über die angebotenen Kapitalanlagen aufgeklärt und Transparenz geschaffen wird, zum anderen aber den kapitalsuchenden Unternehmen die Möglichkeit geschaffen wird, über den organisierten Kapitalmarkt Eigenkapital auch bei Kleinanlegern zu beschaffen.

Dieser besonderen Zielsetzung wird der Referentenentwurf für ein Kleinanlegerschutzgesetz nach Ansicht des BVK in folgenden Bereichen nicht gerecht:

- (i) Definition der Tatbestände für eine Ausnahme von der Prospektpflicht (§ 2 Abs. 2 VermAnlG nF);
- (ii) verfahrensrechtliche Durchführung der Anlegeraufklärung durch das Vermögensanlagen-Informationsblatt (§ 13 VermAnlG nF); sowie
- (iii) die Regelungen zur „Bewerbung“ von Kapitalanlagen (§ 12 VermAnlG nF).

zu (i): Ausnahmen von der Prospektpflicht (§ 2 Abs. 2 VermAnlG nF)

§ 2 Abs. 2 VermAnlG nF sieht eine Ausnahme von der Prospektpflicht für bestimmte Vermögensanlagen vor, die über Internet-Dienstleistungsplattformen vertrieben und beworben werden. Dabei knüpft der Gesetzesentwurf an bestimmte Rechtsformen – nämlich ausschließlich partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen – an und grenzt den Anwendungsbereich der Befreiung von der Prospektpflicht auf solche Emissionen ein, bei denen das Emissionsvolumen insgesamt € 1 Mio. nicht übersteigt und der Gesamtbetrag der erworbenen Anteile je Anleger € 10.000 nicht überschreitet.

Vor dem Hintergrund, dass kleine und mittlere Unternehmen – insbesondere Start-ups – ein legitimes und förderungswürdiges Interesse daran haben, auch über den organisierten Kapitalmarkt ihre Eigenkapitalausstattung zu verbessern, ist die Beschränkung in § 2 Abs. 2 VermAnlG nF auf bestimmte Fremdkapitalinstrumente (also „Darlehen“ – entweder partiarische oder solche mit Nachrang) zu eng. Nach Auffassung des BVK muss sich der Ausnahmetatbestand insbesondere auch auf „Genussrechte“ gemäß Nr. 5 erstrecken sowie auf „Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren“ gemäß Nr. 1.

Die Betragsgrenzen gemäß Gesetzesentwurf sind nach Auffassung des BVK zu niedrig. Ein Start-up-Unternehmen mit einer technologischen Innovation oder einer innovativen Geschäftsidee ist ein „Wachstumsunternehmen“ und deckt seinen Kapitalbedarf in späteren Finanzierungsrunden. Je erfolgreicher die Unternehmensentwicklung verläuft, umso mehr steigt der Kapitalbedarf in späteren Finanzierungsrunden. Die Grenze von EUR 1 Mio. erscheint hier bei weitem nicht angemessen. In Betracht gezogen werden sollte eine Grenze von EUR 5 Mio. Auch den Kleinanleger durch eine sehr niedrige Obergrenze ohne Differenzierung einzuschränken, erscheint nicht sachgerecht. Dies kann dazu führen, dass Kleinanleger von weiteren Investitionen ausgeschlossen sind und damit nicht an der positiven Unternehmensentwicklung „ihres“ Beteiligungsunternehmens teilhaben können. Sinnvoller erscheint es, eine Grenze im Verhältnis zum Vermögen und/oder Einkommen des Kleinanlegers zu ermitteln. Dies könnte im Rahmen eines Selbstauskunftsverfahrens geschehen.

zu (ii) Vermögensanlagen-Informationsblatt (§ 13 VermAnlG nF)

Aus dem Fehlen eines Verkaufsprospektes bei Eingreifen des Ausnahmetatbestands gemäß § 2 Abs. 2 VermAnlG nF ergibt sich die Notwendigkeit der anderweitigen Gewährleistung ausreichenden Anlegerschutzes. Diesen bezweckt das Vermögensanlagen-Informationsblatt.

Problematisch ist aus Sicht des BVK das in § 13 Abs. 6 und 7 vorgesehene Verfahren bezüglich des Risikohinweises. Der BVK stellt nicht die Notwendigkeit eines solchen Risikohinweises in Abrede. Da sich allerdings der Ausnahmetatbestand gemäß § 2 Abs. 2 VermAnlG auf solche Anlagen bezieht, die über Internet-Dienstleistungsplattformen angeboten werden, muss neben dem in § 13 Abs. 7 VermAnlG vorgesehenen Verfahren die Möglichkeit bestehen, auf elektronischem Weg den Erhalt und die Kenntnisnahme zu bestätigen. Datentechnisch ist dies

auch machbar (z.B. durch spezielle Gestaltung der Abfolge der Prozessschritte beim Besuch der Internetseite des jeweiligen Plattformdienstleisters).

zu (iii) Bewerbung (§ 12 VermAnlG nF)

Zum Schutz vor den Gefahren des „Grauen Kapitalmarktes“ sieht § 12 VermAnlG weitreichende Werbebeschränkungen vor. Der BVK anerkennt ausdrücklich die Notwendigkeit von Regelungen zur Bewerbung von Kapitalanlagen; solche Regelungen sind erforderlich, um Transparenz zu schaffen.

Der wirtschaftliche Sachverhalt, der der Bewerbungsregelung in § 12 VermAnlG nF zu Grunde liegt, deckt sich nach Auffassung des BVK insofern nicht mit der Realität, als darin auf digitale Kommunikationsmedien gar nicht abgestellt wird. Daraus ergibt sich eine erhebliche Rechtsunsicherheit, die dem Ziel des Gesetzesentwurfs abträglich ist:

Gründerteams von Start-up-Unternehmen stellen ihre Geschäftsidee und ihre Innovationen nicht über die traditionellen Werbemedien vor, sondern über digitale soziale Netzwerke. Nach dem Gesetzeswortlaut von § 12 VermAnlG nF wäre dieser Kommunikationsweg künftig verschlossen. Das geht schlicht an der Realität vorbei. Des Weiteren gibt der BVK zu bedenken, dass gerade junge Unternehmen ihren Kapitalbedarf nicht durch kostenintensiven Betrieb der von ihnen ausgegebenen Finanzierungsinstrumente von gewerbsmäßigen Platzierungsagenten decken, sondern durch direktes Anbieten. Diese Vorgehensweise bedingt, dass ihnen der Gesetzgeber die Möglichkeit einräumen muss, ihr Unternehmen direkt über digitale soziale Netzwerke vorzustellen. Bei Nutzung dieser Kommunikationsmedien inhaltliche Mindestanforderungen zu definieren, bleibt dem Gesetzgeber möglich. Ihre Einhaltung kann z.B. dadurch überwacht werden, dass auf der Internetseite der jeweiligen Dienstleistungsplattform entsprechende Hinweise auf die digital zugänglich gemachte „Bewerbung“ aufgenommen werden.

(iv) Weitere Aspekte

Ausweislich des Besonderen Teils der Begründung zum vorgelegten Referentenentwurf sollen die vorgeschlagenen Änderungen den Rahmen für sog. Crowdfunding über Internet-Dienstleistungsplattformen definieren (vgl. z.B. die Begründung zu Artikel 2 des Kleinanlegerschutzgesetzes – Änderung des VermAnlG und dort zur Nr. 3 lit. c).

Crowdfunding hat neben den oben genannten herkömmlichen Quellen der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen enorm an Bedeutung gewonnen. Crowdfunding ist eine neue Erscheinungsform am organisierten Kapitalmarkt, die allen Beteiligten Vorteile bietet. Sie zu sichern bedingt einen regulatorischen Rahmen, der die Belange und Interessen aller Beteiligten sachangemessen und ausgewogen berücksichtigt. Diesem Umstand wird der vorliegende Referentenentwurf nach Auffassung des BVK nicht gerecht. Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt durch Crowdfunding ist ein Gesamtprozess, bei dem mehrere Beteiligte zusammenwirken, nämlich die kapitalsuchenden Unternehmen, die die In-

ternet-Plattform betreibenden Dienstleister sowie die kapitalanlegenden Kleininvestoren.

Der Begriff „Grauer Kapitalmarkt“ ist ein negativ belegter. Unternehmensfinanzierung durch Crowdfunding zu ergänzen, ist gesamtwirtschaftlich etwas Positives, das einen funktionsfähigen Kapitalmarkt voraussetzt. Der dafür notwendige regulatorische Rahmen muss das Zusammenwirken aller an Crowdfunding Beteiligten berücksichtigen. Der vorliegende Referentenentwurf setzt hierbei beim Kleinanlegerschutz ein. Er ist aus Sicht des BVK – wie mehrfach betont – wichtig. Aus den vorstehend behandelten Anmerkungen wird zweierlei deutlich:

- Der im Referentenentwurf vorgesehene Anlegerschutz berücksichtigt die Besonderheiten des Crowdfunding nicht ausreichend. Unternehmensfinanzierung durch Crowdfunding ist eine positive Erscheinungsform des organisierten Kapitalmarktes, die auch für Kleinanleger zu erschließen ist. Anlegerschutz lässt sich nur verwirklichen, wenn die hier angesprochenen Defizite des Referentenentwurfs im weiteren Gesetzgebungsverfahren berücksichtigt werden.
- Weiterhin fordert der BVK den Gesetzgeber auf, sachangemessene und klare Rahmenbedingungen für die übrigen beim Crowdfunding Beteiligten zu schaffen. Nur so lässt sich ein insgesamt funktionsfähiges neues Segment am Kapitalmarkt schaffen.