



universität
wien

MASTER-THESIS

Titel der Master-Thesis

„Herausforderung Crowdfunding –

Chancen und Risiken eines neuen Finanzierungsmodells aus dem
Blickwinkel von Zivil- und Aufsichtsrecht: Unionsrechtliche Grundlagen
sowie ein Vergleich der Rechtslage in Österreich und Deutschland“

Verfasserin

Antonia Fandrich, B.A.

angestrebter akademischer Grad

Master of Laws (LL.M.)

Wien, Oktober 2015

Universitätslehrgang: ULG Europäisches und Internationales Wirtschaftsrecht

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A 992 548

Betreuer: o. Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher
Institut für Unternehmens- und Wirtschaftsrecht

„Neue Herausforderungen erfordern neue Wege.“

Gottfried Niebaum (1841 – 1902), deutscher Lyriker und Erfinder

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	18
1.1	Crowdfunding – Eine Definition.....	21
1.2	Crowdfunding-Modelle.....	23
1.3	Ablauf einer Crowdfunding Kampagne	25
2	Verhältnis der Beteiligten.....	28
2.1	Unternehmer und Crowdfunding-Plattform	28
2.2	Anleger und Crowdfunding-Plattform	29
2.2.1	Beratungsvertrag zwischen Plattform und Anleger	29
2.2.2	Auskunftsvertrag zwischen Plattform als Anlagevermittler und Anleger ...	31
2.2.3	Rücksichtnahmepflichten der Plattformen aus einem Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	35
2.2.4	Aufklärungspflichten als vertragliche Nebenpflicht des Plattformnutzungsvertrages	36
2.2.5	Besonderer Investorenschutz durch Regelungen des AGB-Rechts	36
2.3	Anleger und Unternehmer	37
2.3.1	Crowddonating.....	37
2.3.2	Reward Model.....	38
2.3.3	Pre-Purchase Model	39
2.3.4	Crowdlending.....	40
2.3.5	Crowdinvesting	40
1.1.1.1	Partiarisches Nachrangdarlehen	40
1.1.1.2	Stille Gesellschaft	42
1.1.1.3	Genussrechte und Genussscheine	43

1.1.1.4	Anleihen.....	44
1.1.1.5	Aktien	44
3	Unionsrechtliche Grundlagen.....	45
3.1	Prospektrichtlinie (2003/71/EG geändert durch die Änderungsrichtlinie 2010/73/EU).....	45
3.2	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente – MiFID (2004/39/EG).....	46
3.2.1	Finanzinstrumente.....	47
3.2.2	Wertpapierdienstleistungen.....	48
3.2.3	Ausnahmen	49
3.2.4	Arten des Betriebs unter MiFID	49
3.3	Richtlinie über Systeme für die Entschädigung der Anleger (97/9/EG).....	50
3.4	Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG).....	50
3.5	Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (2011/61/EU)	50
3.6	Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds (EU Nr. 345/2013)	52
3.7	Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EU Nr. 346/2013).....	52
3.8	Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher (2002/65/EG)	53
3.9	Richtlinie zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung (2005/60/EG).....	53
4	Aufsichtsrechtlicher Rechtsrahmen für Crowdfunding in Österreich und Deutschland	55
4.1	Pflichten der kapitalsuchenden Unternehmen.....	55
4.1.1.1	Prospektpflicht.....	55
1.1.1.1	Wertpapiere	56

1.1.1.2	Veranlagungen.....	57
1.1.1.3	Vermögensanlagen	59
1.1.1.4	Öffentliches Angebot.....	61
4.1.1.2	Ausnahmen und Befreiungen	63
4.1.1.2.1.	Ausnahmen für Angebote an einen begrenzten Personenkreis.....	63
4.1.1.2.2.	Ausnahmen für Angebote an Großanleger.....	64
4.1.1.2.3.	Ausnahmen für betragsmäßig begrenzte Angebote.....	64
4.1.1.2.4.	Ausnahmen für Schwarmfinanzierungen	64
4.1.1.2.5.	Ausnahmen für soziale und gemeinnützige Projekte	69
4.1.1.3	Sonstige Informationspflichten.....	69
4.1.1.4	Ergebnis	70
4.1.2	Bankrechtliche Erlaubnispflicht.....	71
4.1.2.1	Entgegennahme fremde Gelder oder anderer unbedingt rückzahlbarer Gelder des Publikums	71
1.1.1.4.1.	Entgegennahme fremder Gelder.....	71
1.1.1.4.2.	Andere unbedingt rückzahlbare Gelder des Publikums	72
4.1.2.2	Zur Verwaltung oder als Einlage.....	72
1.1.1.4.3.	Zur Verwaltung	72
1.1.1.4.4.	Als Einlage	73
4.1.2.3	Keine Verbriefung	76
4.1.2.4	Gewerbsmäßigkeit	77
4.1.2.5	Ergebnis	78
4.1.3	Regelungen für Investmentfonds	80
4.2	Aufsichtsrechtliche Pflichten der Internetplattformen	81
4.2.1	Bank- und Kapitalmarktrechtliche Erlaubnispflichten	81
4.2.1.1	Platzierungsgeschäft mit und ohne feste Übernahmeverpflichtung	82
4.2.1.2	Ausführung von Aufträgen für Rechnung von Kunden	83
4.2.1.3	Annahme und Übermittlung von Aufträgen.....	84

4.2.1.4	Anlageberatung.....	85
4.2.1.5	Betrieb eines multilateralen Handelssystems	86
4.2.1.6	Gewerbsmäßigkeit	87
4.2.1.7	Ergebnis	87
4.2.2	Regelungen für Investmentfonds	88
1.1.1.4.5.	Organismus.....	89
1.1.1.4.6.	Gemeinsame Anlagen	89
1.1.1.4.7.	Festgelegte Anlagestrategie.....	89
1.1.1.4.8.	Zum Nutzen der Anleger.....	92
1.1.1.4.9.	Kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors	93
4.2.3	Erlaubnispflicht als Zahlungsdienstleister	94
4.2.3.1	Finanztransfersgeschäft.....	95
4.2.3.2	Zahlungsgeschäft (Überweisungsgeschäft)	95
4.2.3.3	Gewerblichkeit.....	96
4.2.4	Gewerberecht	97
4.2.4.1	Gewerblicher Vermögensberater	97
4.2.4.2	Wertpapiervermittler	98
4.2.4.3	Verhaltenspflichten in Österreich.....	98
4.2.4.4	Finanzanlagevermittlung	98
4.2.4.5	Honorar-Finanzanlageberatung	99
4.2.4.6	Verhaltenspflichten in Deutschland.....	99
4.2.5	Alternativfinanzierungsgesetz.....	100
5	Zivilrechtliche Risiken.....	102
5.1	Haftung wegen fehlerhafter Anlageberatung	102
5.2	Haftung wegen Verstoßes gegen einen Auskunftsvertrag	102
5.3	Prospekthaftung.....	102

5.3.1	Spezialgesetzliche Prospekthaftung.....	103
5.3.2	Zivilrechtliche Prospekthaftung.....	104
6	Missbrauchsrisiken.....	109
6.1	Insiderhandel.....	109
6.2	Marktmanipulation.....	111
6.3	Anlegerschutz.....	112
7	Geldwäsche.....	115
7.1	Verpflichtete.....	115
7.1.1	Österreich.....	115
7.1.2	Deutschland.....	116
7.2	Risikolage.....	117
8	Schlussbetrachtungen.....	119
8.1	Bewertung der Regelungen in Österreich und Deutschland.....	119
8.2	Erfordernis einer europarechtlichen Regelung.....	126
8.3	Fazit.....	128
9	Literaturverzeichnis.....	130

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIF	Alternativer Investment Fonds
AIFM	Alternative Investmentfonds Manager
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AIFMG	Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein
AltFG	Alternativfinanzierungsgesetz
AltFG-InfoVO	Verordnung des Bundesministers für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft über die von Emittenten nach dem Bundesgesetz über alternative Finanzierungsformen zur Verfügung zu stellenden Informationen
Anm. d. Verf.	Anmerkung der Verfasserin
Art.	Artikel
BB	Betriebs-Berater
Begr.	Begründer
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht

Bspw.	Beispielsweise
BWG	Bankwesengesetz
bzw.	beziehungsweise
CBLR	Columbia Business Law Review
CESR	Committee of European Securities Regulators
dAktG	deutsches Aktiengesetz
dAnSVG	deutsches Anlegerschutzverbesserungsgesetz
DB	Der Betrieb
dBaFin	deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
dBfH	deutscher Bundesfinanzhof
dBGB	deutsches Bürgerliches Gesetzbuch
dBGH	deutscher Bundesgerichtshof
dBR-Drs.	deutsche Bundesrats-Drucksache
dBT-Drs.	deutsche Bundestags-Drucksache
Ders.	Derselbe
dFFG	deutsches Finanzmarktförderungsgesetz
dFinVermV	deutsche Finanzanlagenvermittlungsverordnung
dGwG	deutsches Geldwäschegesetz
dGewO	deutsche Gewerbeordnung
dHGB	deutsches Handelsgesetzbuch
Dies.	Dieselbe / Dieselben
dKAGB	deutsches Kapitalanlagegesetzbuch
dKWG	deutsches Kreditwesengesetz

DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
dOLG	deutsches Oberlandesgericht
DStR	Deutsches Steuerrecht
dVermAnlG	deutsches Vermögensanlagengesetz
dWpHG	deutsches Wertpapierhandelsgesetz
dWpPG	deutsches Wertpapierprospektgesetz
dZAG	deutsches Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
Engl.	Englisch
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EuVECA	European Venture Capital
EuSEF	European Social Entrepreneurship Funds
FMA	Finanzmarktaufsicht
GewO	Gewerbeordnung
GmbHR	Die GmbH-Rundschau
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
h. M.	herrschende Meinung
HS	Halbsatz
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere

i. S. d.	im Sinne der / im Sinne des
i. S. v.	im Sinne von
JBV	Journal of Business Venturing
JZ	JuristenZeitung
KMG	Kapitalmarktgesetz
KSchG	Konsumentenschutzgesetz
KWG	Kreditwesengesetz
lit.	littera
MA	Massachusetts
MIT	Massachusetts Institute of Technology
MTF	Multilateral Trading Facility
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
Mio.	Millionen
MMR	MultiMedia und Recht
Mrd.	Milliarden
NBER	National Bureau of Economic Research
NGO	Non-Governmental Organization
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o. ä.	oder ähnliches
ÖBA	BankArchiv – Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen

OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OGH	Oberster Gerichtshof
PFH	Private Hochschule Göttingen
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
sog.	sogenannt / sogenannte
SpuRt	Zeitschrift für Sport und Recht
SPV	Special Purpose Vehicle
SSRN	Social Science Research Network
st.	ständige / ständiger
u.	und
u. a.	unter anderem
u. ä.	und ähnliches
UGB	Unternehmensgesetzbuch
USD	US-Dollar
UStG	Umsatzsteuergesetz
v.	von / vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
VIB	Vermögensanlagen-Informationsblatt
VwGH	Verwaltungsgerichtshof
vzbv	Bundesverband der Verbraucherzentralen und Verbraucherverbände e. V.

WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz
WM	Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Z	Ziffer
ZaDiG	Zahlungsdienstegesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfCM	Zeitschrift für Controlling und Management
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer.
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (früher: Insolvenzrecht – Zeitschrift für die gesamte Insolvenzpraxis)
ZUM	Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2015 vom Universitätslehrgang Europäisches und Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Wien als Masterthesis angenommen.

An dieser Stelle möchte ich denjenigen Menschen danken, die mich durch mein Studium begleitet und immer wieder neu motiviert haben. Zuallererst bedanke ich mich bei Herrn o. Univ.-Prof. Dr. Kai-Oliver Knops, der während meines Studiums an der Universität Hamburg mein Interesse für das Bank- und Kapitalmarktrecht geweckt und auch meine Bachelorarbeit betreut hat. Im selben Zug möchte ich auch meinem Betreuer, Herrn o. Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher, ganz herzlich für die Möglichkeit zur Erstellung dieser Arbeit danken.

Mein besonderer Dank gilt jedoch meinen Eltern die mich immer unterstützt haben sowie meinem Ehemann, Herrn Dr. jur. Alexander Fandrich, für seine immerwährende Unterstützung, Motivation und Geduld während meines gesamten Studiums.

Wien, im Oktober 2015

Antonia Fandrich, B. A.

Zusammenfassung / Abstract

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Finanzierung von Unternehmen und Projekten im Wege des *Crowdfunding*, welche in jüngster Zeit gerade für Start-ups stark an Bedeutung gewonnen hat. Es wird der Frage nachgegangen, welche Chancen und Risiken diese Finanzierungsform für die beteiligten Parteien mit sich bringt. Ziel ist es, zu klären, ob Regelungslücken und Risiken, insbesondere im Hinblick auf Anlegerschutz, Marktmissbrauch und Geldwäsche bestehen und Vorschläge zu deren Schließung bzw. Abmilderung gemacht werden.

Die Fragestellungen werden auf der Grundlage einer Auswertung der Rechtslage und der Literatur zum Thema Crowdfunding auf Ebene des EU-Gemeinschaftsrechts sowie in Österreich und Deutschland untersucht. Ein Vergleich der Rechtslage in Österreich und Deutschland stellt eine ergänzende Informationsquelle dar.

Im Ergebnis zeigt sich, dass Crowdfunding eine sinnvolle Ergänzung der bestehenden Finanzierungsmöglichkeiten, gerade für kreative Projekte und Start-up Unternehmen darstellt. Auch für renditeorientierte Anleger stellen Crowdfunding-Projekte eine attraktive Form der Anlage dar, insbesondere wegen der häufig engen Beziehung zwischen dem Unternehmen und seinen Anlegern sowie der – verglichen mit sicheren Anlageformen – vergleichsweise hohen Renditeerwartungen. Mit diese Chancen gehen jedoch auch nicht zu unterschätzende Risiken einher, allen voran das Risiko, das eingesetzte Kapital vollständig zu verlieren.

Ferner wird deutlich, dass die bislang bestehenden Bank- und Kapitalmarktregelungen auf europäischer Ebene sowie in Österreich und Deutschland für Crowdfunding-Finanzierungen eine große Hürde darstellen. Sowohl Österreich als auch Deutschland haben daher in jüngster Zeit versucht, durch neue Regelungen dieses Finanzierungsmodell zu fördern und gleichzeitig dem Anlegerschutz Rechnung zu tragen. Für eine vollständige Ausschöpfung des dem Crowdfunding innewohnenden Potentials, dürfte jedoch eine Regelung auf europäischer Ebene erforderlich sein.

This thesis is dealing with the financing of companies and projects by way of crowdfunding, which has become of increasing importance in the recent past, especially for start-ups. The question will be analysed what kind of opportunities and risks are involved for the concerned parties by this form of financing. The purpose of the thesis is to show if loopholes and risks exist, especially in regard to the protection of investors, market abuse, and money laundering, and to make suggestions on how to stop, resp. restrict these risks.

The examination of these points is based on an evaluation of the legal situation, and on the literature on the topic of crowdfunding on the scale of EU community law, as well as in Austria and Germany. A comparison of the legal situation in Austria and Germany presents an additional source of information.

The results of this examination show that crowdfunding is a sensible addition to established financing facilities, especially for creative projects and start-up companies. It is also an attractive investment for investors interested in yield, especially since it often results in a close relationship between company and investors, and offers rather high return assumptions compared to more secure forms of investment. However, those chances come with risks that cannot be neglected, first and foremost the risk of losing the invested capital in its entirety.

It further becomes obvious that the bank and capital market regulations established on the European scale, as well as in Austria and Germany, present a considerable obstacle for financing through crowdfunding. For this reason, both Austria and Germany have recently taken steps to support this financing model through new regulations and at the same time accommodate for the protection of investors. It seems, however, that in order to fully take advantage of the potential of crowdfunding, a regulation is needed on the European scale.

1 Einleitung

Für die Gründung oder Erweiterung eines Unternehmens ist es in der Regel erforderlich, zunächst eine bestimmten Summe Kapitals aufzubringen, die sog. Anschubfinanzierung. Dies gilt in gleichem Maße für die Entwicklung neuer Technologien oder die Durchführung bestimmter Projekte. Kann ein Unternehmer die erforderlichen Mittel nicht allein aufbringen, muss er sich um die Einwerbung frischen Kapitals bemühen. Dabei kann Kapital entweder in Form von Eigen- oder Fremdkapital eingeworben werden.

Traditionell werden dabei Eigenmittel vor allem über die Beteiligung neuer Gesellschafter am Unternehmen beschafft und Fremdmittel von Banken in Form von Krediten zur Verfügung gestellt. Neben diesen beiden ursprünglichen Formen sind in der Vergangenheit noch eine Reihe weiterer Instrumente getreten, die es Kapitalsuchenden ermöglichen, benötigte Gelder zu beschaffen. Hierzu zählen z. B. stille Beteiligungen und die Herausgabe von Unternehmensanleihen oder Genussscheinen.

In jüngster Zeit hat sich – begünstigt durch die Entwicklung des Internets – noch eine weitere Form der Finanzierung herausgebildet. Das sog. *Crowdfunding*, zu Deutsch etwa *Schwarmfinanzierung*. Crowdfunding stellt dabei einen Oberbegriff für verschiedene Ausprägungen dar, für welche häufig die Begriffe *Crowdinvesting* bzw. *investment based Crowdfunding*, *Crowddonating* oder *Crowdlending* verwendet werden. Gemeinsam ist allen Arten des Crowdfunding, dass sie von einer Vielzahl von Investoren kleine und kleinste Finanzierungsbeiträge einsammeln.¹ Kommt dabei eine zu Beginn der Finanzierungskampagne festgesetzte Summe zusammen, erhält das Unternehmen das Geld ausgezahlt um damit die Arbeit aufzunehmen. Die Anleger erhalten dann im Gegenzug die vereinbarte Gegenleistung, welche je nach Crowdfunding-Modell stark variieren kann. Hier reicht die Bandbreite von gar keiner, bzw. materiell geringwertigen Gegenleistungen (insb. beim Crowddonating)² über ein Exemplar des zu entwickelnden Produkts (ggf. vor dem offiziellen Verkaufsstart oder in Form einer *Special Edition*) bis hin zu Equity- oder Mezzaninkapitalinstrumenten wie Unternehmensanteilen, (partiarischen) Nachrangdarlehen, stillen Beteiligungen oder Genussrechten (beim Crowdinvesting). Wird das Finanzierungsziel hingegen nicht erreicht, erhalten die Anleger ihr Kapital

¹ Vgl. Belleflamme/Lambert/Schwiebacher, JBV 29 (2014), 585 (586).

² Vgl. Agrawal/Catalini/Goldfarb, The Geography of Crowdfunding, NBER Working Paper, No. 16820, S. 6.

zurückerstattet und die Finanzierung ist gescheitert (sog. Alles-Oder-Nichts-Prinzip).³ Genutzt wird diese Form der Finanzierung heute insbesondere von sogenannten Start-Up-Unternehmen⁴ und zur Finanzierung konkreter Projekte kleinerer und mittlerer Unternehmen.

Der Vorteil, den das Crowdfunding den Kapitalsuchenden dabei gegenüber den herkömmlichen Finanzierungsarten bietet, ist, dass die Kapitalbeschaffung vergleichsweise kurzfristig und kostengünstig erfolgen kann. Zugleich können Sie anhand des Erfolgs ihrer Finanzierungskampagne auch schon einen ersten Eindruck davon gewinnen, wie ihr Produkt am Markt voraussichtlich ankommen wird und gleichzeitig bereits Marketing für dieses betreiben.⁵ Für die Investoren liegt der Vorteil ebenfalls in den vergleichsweise geringen Kosten, welche mit dem Investment verbunden sind, der häufig sehr geringen Mindestanlagesumme sowie der Möglichkeit, die Verwendung des investierten Kapitals sehr genau zu bestimmen.

Wenn der Kapitalsuchende die Kapitalsammlung, wie meistens der Fall, nicht selbst organisiert, tritt noch ein weiterer Beteiligter neben ihn und die Investoren. Die sog. *Crowdfunding-Plattform*. Diese Vermittler betreiben im Internet Plattformen, die es Kapitalsuchenden und Investoren ermöglichen, ihr Unternehmen oder ihr Projekt vorzustellen bzw. für sie interessante Anlagemöglichkeiten zu finden.⁶ Dabei unterscheiden sich die einzelnen Anbieter insbesondere durch Art und Umfang der weitergehenden Services. So bieten einige Plattformen z. B. Unterstützung bei der Ausgestaltung der Finanzierungsmodelle, eine Due-Diligence der angebotenen Projekte oder die treuhänderische Verwaltung von Investmentkapital.

Seit im Jahr 2003 in den USA die erste Crowdfunding-Plattform *ArtistShare* ihre Arbeit aufnahm, hat sich die Crowdfunding Industrie rasant weiterentwickelt. Im Jahr 2014 wurden weltweit bereits 16,2 Mrd. US-Dollar im Wege des Crowdfunding eingeworben. Für 2015 wird sogar ein Wert von 34,2 Mrd. US-Dollar erwartet.⁷ So verwundert es auch nicht, dass sich der US-Gesetzgeber Anfang 2012 dazu berufen sah, spezielle Regeln für Kapitalsuchende, Investoren und Crowdfunding-Plattformen zu erlassen (Section 2, Titel

³ Vgl. *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding, S. 62.

⁴ Vgl. *Ahlers/Cumming/Günther/Schweizer*, Signaling in Equity Crowdfunding, S. 1.

⁵ Vgl. *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (245); *Ilg*, Crowdfunding – Modul 4, S. 4.

⁶ Vgl. *Jansen/Pfeifle*, ZIP 2012, 1842; *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (245 f.).

⁷ Vgl. *Massolution*, 2015CF – The Crowdfunding Industry Report.

III *Jumpstart Our Business Startups Act*⁸). Auf europäischer Ebene fehlt es hingegen derzeit noch an einer speziell auf die unterschiedlichen Crowdfunding-Modelle zugeschnittenen Regelung, wengleich einzelne Mitgliedsstaaten bereits entsprechende Regelungen erlassen haben. Da jedoch auch in Europa die Bedeutung des Crowdfunding in den vergangenen Jahren stark zugenommen hat, hat die europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) Ende 2014 eine *Opinion on Investment-based crowdfunding*⁹ veröffentlicht. Hierin nimmt die ESMA eine Einordnung des sog. *investment-based crowdfunding* vor dem Hintergrund des am 17.12.2014 geltenden Gemeinschaftsrechts vor. Unter den Begriff investment-based Crowdfunding fallen dabei solche Finanzierungsmodelle, bei denen die Investoren das Kapital im Gegenzug für den Bezug von Schuldtiteln, Unternehmensanteilen oder anderen Wertpapieren zur Verfügung stellen.¹⁰ In Anbetracht der umfassenden Regulierung des Finanzsektors und der Äußerungen des neuen EU-Finanzkommissars, Jonathan Hill, neue Instrumente schaffen zu wollen, die es Unternehmen erleichtern, sich auch abseits der Banken am Kapitalmarkt zu finanzieren,¹¹ scheint aber auch eine europarechtliche Regulierung von Crowdfundingmodellen in näherer Zukunft im Bereich des Möglichen zu liegen.

Aufgrund der relativ jungen Geschichte des Crowdfunding ist das Ziel dieser Master Thesis, eine möglichst umfassende Auswertung der Rechtsquellen und der Literatur zum Thema Crowdfunding auf Ebene des EU-Gemeinschaftsrechts sowie in Österreich und Deutschland vorzunehmen. Dabei darf davon ausgegangen werden, dass die meisten Erscheinungsformen des Crowdfunding bereits durch bestehende Vorschriften erfasst werden, wengleich diese nicht mit Blick auf Crowdfunding verabschiedet wurden.

Ausgehend von dieser Auswertung sollen bestehende Regelungslücken und Risiken, insbesondere im Hinblick auf Anlegerschutz, Marktmissbrauch und Geldwäsche ermittelt und Vorschläge zu deren Schließung bzw. Abmilderung gemacht werden. Dabei soll versucht werden, den wirtschaftspolitischen Interessen der Unternehmen und der Betreiber

⁸ Im Internet abrufbar unter: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

⁹ ESMA/2014/1378.

¹⁰ Vgl. *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding, S. 6.

¹¹ Vgl. Interview in der Süddeutschen Zeitung v. 17.03.2015, Zusammenfassung im Internet abrufbar unter <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/eu-finanzkommissar-jonathan-hill-banken-waren-im-auge-des-sturms-1.2397021> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

von Crowdfunding-Plattformen ebenso Rechnung tragen, wie dem Schutz der Anleger und Kapitalmärkte.

1.1 Crowdfunding – Eine Definition

Wer sich mit dem Thema *Crowdfunding* auseinandersetzt, stellt schnell fest, dass der Begriff *Crowdfunding* häufig im Zusammenhang mit weiteren Begriffen wie z. B. *Crowdsourcing*, *Crowddonating*, *Crowdlending* oder *Crowdinvesting* verwendet wird. Auch wenn sich die in der Literatur vertretenen Ansichten darüber, was unter den genannten Begriffen jeweils konkret zu verstehen ist, im Großen und Ganzen recht ähnlich sind, hat sich eine einheitliche Definition des Begriffs *Crowdfunding* bis heute noch nicht durchgesetzt.¹²

Nähert man sich dem Begriff *Crowdfunding* von der Wortlautebene her, so ist zunächst festzustellen, dass es sich bei diesem um einen zusammengesetzten Begriff handelt. Die beiden Wortbestandteile *Crowd* (engl. für Menschenmenge, Menschenmasse, bereite Masse) und *Funding* (engl. für Finanzierung) machen deutlich, dass es um Finanzierungen durch eine Vielzahl von Menschen handelt.

Historisch betrachtet ist der Begriff *Crowdfunding* zum ersten Mal im Jahr 2006 im Zusammenhang mit der Internetplattform *SallaBand* aufgetreten.¹³ Die Idee, Projekte durch eine Vielzahl vergleichsweise kleiner Zuwendungen zu finanzieren, ist jedoch keinesfalls neu. So wurde z. B. nach einem Aufruf des amerikanischen Herausgebers Josef Pulitzer in dessen Zeitung *The New York World* bereits im Jahr 1885 der Sockel der New Yorker Freiheitsstatue zur Hälfte mit Spendenmitteln finanziert. Innerhalb von 5 Monaten wurden so 101.091 USD von über 160.000 Spendern aus allen Gesellschaftsschichten gesammelt.¹⁴

Hinsichtlich der systematischen Einordnung des Begriffs *Crowdfunding* besteht weitgehende Einigkeit. Oberbegriff des *Crowfundings* ist das *Crowdsourcing*, eine auf *Jeff Howe* zurückgehende Wortneuschöpfung aus den Wörtern *Crowd* und *Outsourcing*,¹⁵ worunter man ganz allgemein das Sammeln von Beiträgen einer Vielzahl von Menschen

¹² Vgl. *Bareiß*, ZUM 1210, 456 (456).

¹³ Vgl. *Beck*, *Crowdinvesting*, S. 26; *Forster*, *Crowdfinancing*, S. 38.

¹⁴ Vgl. „The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer“, BBC News vom 25.04.2013, im Internet abrufbar unter: <http://www.bbc.com/news/magazine-21932675> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

¹⁵ Vgl. *Howe*, *Wired Magazine* 6/2014, 1 (1); *Leimeister*, *ZfCM*, 56 (2012), 388 (388).

zur Erreichung eines gemeinsamen Ziels versteht.¹⁶ Beispiele hierfür sind die Entwicklung von Open-Source-Software oder das Internet-Lexikon *Wikipedia*.¹⁷

Das *Crowdfunding* wiederum stellt eine Form des *Crowdsourcing* dar, welche das Sammeln von Finanzierungsbeiträgen einer Vielzahl von Menschen zur Erreichung eines gemeinsamen Ziels beschreibt und abhängig von der Ausgestaltung der Finanzierungsbeiträge verschiedene Formen annehmen kann.¹⁸ Für diese speziellen Ausprägungen des *Crowdfundings* haben sich wiederum eigene Begrifflichkeiten herausgebildet.¹⁹

Der Begriff *Crowdfunding* beinhaltet somit notwendigerweise die Finanzierung einer Projekts oder eines Unternehmens durch eine Vielzahl von Menschen, vermittelt über ein geeignetes Medium. Nicht begriffsnotwendig ist hingegen, dass es sich bei den eingeworbenen Mitteln um – verglichen mit anderen Finanzierungs- bzw. Anlageformen – geringe Geldbeträge handelt oder dass eine Internetplattform als Vermittler zwischen dem Kapitalsuchenden und dem Kapitalgeber fungiert, auch wenn letzteres heute überwiegend der Fall sein wird. Schließlich enthält der der Begriff *Crowdfunding* auch noch keine Aussage darüber, auf welche Art und Weise die Finanzierung genau erfolgt und welche Form der Gegenleistung der Kapitaleber erhält.

Zutreffend haben dies bereits *Belleflamme*, *Lambert* und *Schwienbacher* in der von Ihnen vorgeschlagene Definition des Begriffs *Crowdfunding* auf den Punkt gebracht, der sich hier ausdrücklich angeschlossen wird. Diese lautet:

„Crowdfunding involves an open call, mostly through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for the future product or some form of reward to support initiatives for specific purposes.“²⁰

¹⁶ Vgl. *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, S. 237 (239); vgl. auch *Hötte*, MMR 2014, 795 (795).

¹⁷ Vgl. *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, S. 237 (239).

¹⁸ Vgl. *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, S. 237 (239); vgl. ferner *Waider*, *Crowdfunding*, S. 39.

¹⁹ Vgl. nur: *Beck*, *Crowdinvesting*, S. 26; *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (532 f.); *Müller-Schmale*, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2014, 65 (65); a. A. *Weitnauer/Parzinger*, GWR 2013, 153 (153), die den Begriff *Crowdfunding* ausschließlich für Finanzierungsmodelle mit einer nicht monetäre Kompensation verwenden wollen.

²⁰ *Belleflamme/Lambert/Schwienbacher*, JBV 29 (2004), 585 (588).

1.2 Crowdfunding-Modelle

Wie bereits erwähnt haben sich verschiedene Ausprägungen des Crowdfundings herausgebildet. Diese unterscheiden sich danach, ob die Kapitalgeber eine Gegenleistung für das überlassene Kapital erhalten und wenn ja, wie diese beschaffen ist.²¹

Erhält der Kapitalgeber für seine Zuwendung überhaupt keine Gegenleistung spricht man von sog. *Cowddonating* (auch „Schenkungs-Modell“ oder „spendenbasiertes Crowdfunding“). Es handelt sich somit zumeist um Spenden²² für die Förderung mildtätiger, kirchlicher, religiöser und wissenschaftlicher Zwecke.²³

Beim sog. *Reward Model* (auch „gegenleistungsbasiertes Crowdfunding“) erhält der Kapitalgeber eine Gegenleistung für seine Zuwendung. Allerdings handelt es sich hierbei um Gegenleistungen mit überwiegend ideellem und bestenfalls geringem materiellen Wert. Anstatt Gewinnanteile oder Zinsen²⁴ für sein Kapital zu erhalten, wird der Kapitalgeber z. B. im Abspann eines Films oder auf dem Cover einer CD erwähnt,²⁵ wobei die genaue Art der Gegenleistung dabei oft von der Höhe des zugewendeten Betrags abhängt.²⁶

Das *Pre-Purchase Model* (in etwa „Vorbestellungsmodell“) unterscheidet sich vom Reward Model dadurch, dass der Kapitalgeber das finanzierte Produkt nach dessen Fertigstellung entweder ganz umsonst oder zu einem günstigeren Preis erhält.²⁷ Es handelt sich daher bei genauer Betrachtung um eine Art der Vorfinanzierung. Häufig sind dabei Kombinationen mit dem Reward Model,²⁸ etwa in Form von Sondereditionen für die Kapitalgeber.

Neben diese drei Varianten der Crowd-Finanzierungen, bei denen die Kapitalgeber aus altruistischen, jedenfalls aber nicht monetären Motiven heraus handeln, treten diejenigen Crowdfunding-Modelle, bei denen wirtschaftliche Aspekte im Vordergrund stehen. Dabei wird zwischen *Crowdlending* (auch „kreditbasiertes Crowdfunding“) und *Crowdinvesting* (auch „Equity-Modell“) unterschieden.

²¹ Vgl. z. B. *Europäische Kommission*, Crowdfunding innovative ventures in Europe – The financial ecosystem and regulatory landscape, SMART 2013/0074, S. IV.

²² Zum Begriff der Spende im deutschen Körperschaftssteuerrecht vgl. *dBfH NJW* 1988, 1110 (1110).

²³ Vgl. *Herr/Bantleon*, *DStR* 2015, 532 (532).

²⁴ Vgl. *Bradford*, *CBLR* 2012, 1 (15 f.).

²⁵ Vgl. *Klöhn/Hornuf*, *ZBB* 2012, 237 (239).

²⁶ Vgl. *Hemer/Schneider/Dornbusch/Frey*, *Crowdfunding und Mikrofinanzierung*, 2011, 30 ff.

²⁷ Vgl. *Herr/Bantleon*, *DStR* 2015, 532 (532).

²⁸ Vgl. *Bradford*, *CBLR* 2012, 1 (16 ff.).

Beim *Crowdlending* wird das Kapital darlehensweise überlassen. Der Kapitalgeber erhält also gegenüber dem Kapitalsuchenden einen Anspruch auf Rückzahlung des Kapitals sowie auf die Zahlung von Zinsen.²⁹ Bisweilen werden die Darlehen aber auch zinsfrei vergeben. Dabei stehen üblicherweise soziale Motive im Vordergrund.³⁰ Für den Darlehensnehmer handelt es sich hierbei um Fremdkapital.³¹ Bei der am weitesten verbreiteten Variante des *Crowdlending* dürfte es sich um sog. *peer-to-peer lending*, also „die Vergabe von fest verzinsten Krediten, von privat an privat“³² handeln.

Das *Crowdinvesting* zeichnet sich demgegenüber dadurch aus, dass die Kapitalgeber im Gegenzug für ihre Investition eine Beteiligung Erfolg des Unternehmens erhalten.³³ Hierrunter fallen neben klassischen Unternehmensbeteiligungen³⁴ auch hybride Finanzierungsinstrumente, das sog. Mezzanine-Kapital oder Mezzanine-Finanzierungen.³⁵ „Unter diesen Begriffen werden Formen der Unternehmensfinanzierung durch befristete Überlassung von Kapital zusammengefasst, die zwischen Eigen- und Fremdkapital stehen (hybride Finanzierungsinstrumente). Sie sind rechtlich zwar klar einer der beiden Kategorien zuzuordnen, die eigenkapitalähnlichen Attribute sind aber ähnlich stark ausgeprägt (Equity-Mezzanine, Debt-Mezzanine).“³⁶ Üblicherweise werden folgende Arten der Finanzierung in den Begriff *Mezzanine-Finanzierung* mit einbezogen³⁷:

- Nachrangige Darlehen
- Partiarische Darlehen
- Verkäuferdarlehen
- Stille, typische und atypische Beteiligungen
- Wandelschuldverschreibungen
- Genussscheine

²⁹ Vgl. *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (532).

³⁰ Vgl. *Leimeister*, ZfCM, 56 (2012), 388 (389).

³¹ Vgl. *Beck*, Crowdinvesting, S. 26.

³² *Aschenbeck-Florange*, VentureCapital Magazin Special 02/2015, 24 (24).

³³ *Bradford*, CBLR 2012, 1 (33 ff.); *Kortleben/Vollmar*, Crowdinvesting, S. 6.

³⁴ A. A. *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (533), für die Unternehmensbeteiligungen ein eigenes, sog. „Equity Model“ darstellen.

³⁵ Vgl. *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (239); *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (533).

³⁶ Vgl. *Schubert*, in: Oetker, Handelsgesetzbuch, § 230 Rn. 8, m. w. N.

³⁷ Vgl. *Link/Reichling*, Die Bank 2000, Nr. 4, 266 ff.; *Leopold/Reichling*, DStR 2004, 1360 (1361); allgemein zu Mezzanine Kapital siehe auch *Golz/Hoffelner*, 139 (143).

Somit lassen sich die im Umfeld des Crowdfunding verwendeten Begriffe wie folgt systematisieren:

Crowdfunding						
spendenbasiertes Crowdfunding		gegenleistungsbasiertes Crowdfunding		ertragsorientiertes Crowdfunding		
Crowddonating	Reward Model (je nach Art der Gegenleistung eher spenden- oder gegenleistungsorientiert)		Pre-Purchase Model	Crowdlending	Crowdinvesting	
					Equity	Mezzanine

Übersicht: Crowdfunding Systematik

1.3 Ablauf einer Crowdfunding Kampagne

Der Ablauf eines Crowdfunding lässt sich in vier Phasen aufteilen.³⁸ In der Entwicklungs- oder Erstellungsphase muss der Kapitalsuchende für seine Geschäftsidee bzw. sein Projekt die erforderlichen Unterlagen erstellen.³⁹ Hierrunter fallen z. B. eine ausführliche Beschreibung des Projekts (Bilder, Videos)⁴⁰, eine Kurzdarstellung der Geschäftsidee („Pitch Deck“)⁴¹ oder ein Kommunikationskonzept⁴². Diese sind so zu gestalten, dass sie für einen verständigen Durchschnittsanleger verständlich sind⁴³ und nach Fertigstellung der Crowdfunding-Plattform zu übermitteln⁴⁴.

In der Auswahl- oder Selektionsphase erfolgt eine Bewertung des Projekts durch den Plattformbetreiber anhand der eingereichten Unterlagen, aber auch persönlicher Gespräche.⁴⁵ Fällt diese positiv aus, wird das Projekt von der Plattform angenommen. In diesem Fall werden anschließend diejenigen Informationen ausgewählt, welche den

³⁸ Vgl. Herr/Bantleon, DStR 2015, 532 (533); Bertsche, Crowdfunding, S. 29.

³⁹ Vgl. Herr/Bantleon, DStR 2015, 532 (533).

⁴⁰ Vgl. Bertsche, Crowdfunding, S. 33.

⁴¹ Vgl. Seedmatch, Pitch Deck – Leitfaden für Startups.

⁴² Vgl. Bartelt/Theil, das co:funding handbuch, 18 (18).

⁴³ Vgl. Hahn/Naumann, in: Hahn (Hrsg.), Finanzierung und Besteuerung von Start-up-Unternehmen, S. 179.

⁴⁴ Vgl. Beck, Crowdinvesting, S. 20.

⁴⁵ Vgl. Beck, Crowdinvesting, S. 20; Herr/Bantleon, DStR 2015, 532 (533).

Anlegern zur Verfügung gestellt werden sollen.⁴⁶ Außerdem werden der Finanzierungsrahmen aus Mindestbetrag (Funding-Schwelle) und Maximalbetrag (Funding-Limit) sowie der Zeitraum, in welchem das Kapital eingesammelt werden soll (Funding-Zeitraum) festgelegt.⁴⁷ Das Erreichen der Funding-Schwelle stellt dabei eine aufschiebende Bedingung dar. Nur wenn diese Schwelle erreicht wird, wird die Finanzierung wirksam und der Kapitalsuchende erhält die Anlegergelder ausgezahlt,⁴⁸ sog. Alles-oder-Nichts-Prinzip⁴⁹.

Mit der Freischaltung des Projekts auf der Crowdfunding-Plattform beginnt die Finanzierungsphase.⁵⁰ In dieser Phase haben die Nutzer der Plattform die Möglichkeit, ihre Absicht, das Projekt zu unterstützen, verbindlich zu erklären.⁵¹ Dabei setzen die meisten Plattformen auf das Windhundverfahren bzw. First-Come-First-Serve-Prinzip.⁵² Das heißt, die Finanzierungsphase endet, wenn das Funding-Limit erreicht oder – sofern dies nicht geschieht – wenn der Funding-Zeitraum abgelaufen ist.⁵³ Wird die Funding-Schwelle nicht erreicht, erhalten die Anleger ihr Kapital in vollem Umfang zurück.⁵⁴ Die Beteiligungsverträge, die zwischen den Anlegern und den Unternehmen geschlossen werden, sind in der Regel standardisiert und werden von den Crowdfunding-Plattformen zur Verfügung gestellt.⁵⁵

Wird die Funding-Schwelle erreicht oder überschritten, erhalten die Unternehmen die gesammelten Beträge abzüglich einer Provision, welche die Plattform für ihre Dienste verlangt (Kick-off-Phase).⁵⁶ Mit diesen Geldern können die Unternehmen dann arbeiten und das finanzierte Projekt umsetzen.⁵⁷ Während dieser Zeit werden die Anleger über den Fortgang des Projekts bzw. die Entwicklung des Unternehmens gemäß den Informationspflichten des Beteiligungsvertrages unterrichtet.⁵⁸ Je nach Art des Crowdfundings erhalten die Unterstützer zudem nach erfolgreichem Abschluss des

⁴⁶ Vgl. *Stahlmann*, Crowdfunding als Finanzierungsalternative, S. 49 f.

⁴⁷ Vgl. *Beck*, Crowdfunding, S. 20 f.; *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (533).

⁴⁸ Vgl. *Schmitt/Doetsch*, BB 2013, 1451 (1453).

⁴⁹ Vgl. *Bertsche*, Crowdfunding, S. 32, m. w. N.

⁵⁰ Vgl. *Beck*, Crowdfunding, S. 21.

⁵¹ Vgl. *Beck*, Crowdfunding, S. 21.

⁵² Vgl. *Beck*, Crowdfunding, S. 21; *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (533), m. w. N.

⁵³ Vgl. *Beck*, Crowdfunding, S. 21; *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (533), m. w. N.

⁵⁴ Vgl. *Beck*, Crowdfunding, S. 20; Vgl. auch *Bertsche*, Crowdfunding, S. 32.

⁵⁵ Vgl. *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (242).

⁵⁶ Vgl. *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (533).

⁵⁷ Vgl. *Beck*, Crowdfunding, S. 21 f.

⁵⁸ Vgl. *Beck*, Crowdfunding, S. 21 f.; *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (533).

Projekts die vorher festgelegten Prämien bzw. erhalten die Anleger eine Beteiligung am Gewinn oder nach Kündigung der Beteiligung einen Anteil an der Wertsteigerung des Unternehmens.⁵⁹

⁵⁹ Vgl. *Beck*, Crowdfunding, S. 22.

2 Verhältnis der Beteiligten

So einfach der Ablauf einer Crowdfunding Kampagne im Allgemeinen ist, so komplex können die rechtlichen Beziehungen zwischen den Beteiligten – den kapitalsuchenden Unternehmen, den kapitalgebenden Anlegern und den Crowdfunding-Plattformen – sein.

2.1 Unternehmer und Crowdfunding-Plattform

Der reine Besuch der Webseite einer Crowdfunding-Plattform allein führt noch nicht zu einer rechtlichen Beziehung zwischen den Anlegern und dem Plattformbetreiber.⁶⁰ Erst mit der Registrierung auf der auf der Webseite der Crowdfunding-Plattform kommt ein Nutzungsvertrag zustande. Hierbei handelt es sich um einen gemischten Vertrag, dessen einzelne Elemente sich nach unterschiedlichen Rechtsvorschriften richten. So ist etwa auf die Zurverfügungstellung von Speicherplatz Werk- (Österreich: §§ 1151 ff. ABGB; Deutschland: §§ 631 ff. dBGB) oder Mietvertragsrecht (Österreich: §§ 1090 ff. ABGB; Deutschland: §§ 535 ff. dBGB), auf die Vermittlung von Vertragsabschlüssen zwischen Anlegern und Unternehmen (Anlagevermittlung⁶¹) Maklerrecht (Österreich: §§ 1 ff. MaklerG; Deutschland: §§ 652 ff. dBGB i. d. R. ein Handelsmaklervertrag, §§ 93 ff. dHGB), hinsichtlich der Öffentlichkeitsarbeit und der Werbung für die Projekte Dienstvertragsrecht (Österreich: §§ 1151 ff. ABGB; Deutschland: §§ 611 ff. dBGB) und in Bezug auf den Einzug, die treuhänderische Verwaltung und die Auskehrung der Rückflüsse Auftrags- (Österreich: §§ 1002 ff. ABGB; Deutschland: § 662 ff. dBGB) oder Geschäftsbesorgungsrecht (Österreich: §§ 1002 ff. ABGB; Deutschland: §§ 675 ff. dBGB) anzuwenden.⁶²

Die Antwort auf die Frage, welches nationale Recht auf das Angebot auf einer Internetseite jeweils anzuwenden ist, hängt davon ab, welche Ausrichtung das Angebot auf der Seite aufweist. Dabei ist nach den EuGH Urteilen *Pammer* und *Alpenhof* insbesondere relevant, ob eine Ausrichtung der wirtschaftlichen Tätigkeit auf einen konkreten Mitgliedstaats gegeben ist.⁶³

⁶⁰ Vgl. *Glossner*, in: Münchener Anwaltshandbuch IT-Recht, Teil 3, Rn. 358.

⁶¹ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411, (1413).

⁶² Vgl. *Bareiß*, ZUM 2012, 456 (460); zu Webseite-Nutzungsverträgen allgemein vgl. auch *Redeker*, in: Hoeren/Sieber/Holznapel, Multimedia Recht, Teil 12: Vertragsrecht für Internetdienste.

⁶³ Vgl. EuGH, Urteil *Pammer*, C-585/08 u. *Alpenhof*, C-144/09, EU:C:2010:740

2.2 *Anleger und Crowdfunding-Plattform*

Zwischen den Anlegern und der Crowdfunding-Plattform kommt nach Registrierung des Anlegers ebenfalls ein Nutzungsvertrag zustande. Dieser richtet sich grundsätzlich nach denselben Rechtsvorschriften, wie der Nutzungsvertrag zwischen dem Unternehmen und der Crowdfunding-Plattform, soweit es um Leistungen geht, die auch gegenüber dem Anleger erbracht werden.

Von besonderer Bedeutung im Verhältnis Anleger zu Crowdfunding-Plattform, ist die Frage, ob zwischen diesen Parteien (stillschweigend) ein Anlageberatung- oder ein Auskunftsvertrag mit entsprechenden Beratungs- und Aufklärungspflichten der Plattform zustande kommt.

2.2.1 **Beratungsvertrag zwischen Plattform und Anleger**

Wird bei einer konkreten Anlageentscheidung die Hilfe eines Kreditinstituts oder eines Beratungsunternehmens in Anspruch genommen und lässt sich dieses auf die Beratung ein, kommt ohne weiteres und ohne Entgeltvereinbarung ein Beratungsvertrag zustande.⁶⁴ Der Vertrag wird bereits dann stillschweigend geschlossen, wenn der Berater erkennt, dass der Anlageinteressent das Beratungsergebnis zur Grundlage seiner Anlageentscheidung machen will.⁶⁵

Die Aufklärungs-, Schutz- und Sorgfaltspflichten welche durch diesem Vertrag entstehen, ergeben sich nach österreichischem Recht insbesondere aus § 1300 ABGB sowie der dazu entwickelten Rechtsprechung und werden durch die Bestimmungen des Wertpapieraufsichtsgesetzes (WAG) konkretisiert.⁶⁶ Insgesamt ergeben sich im Wesentlichen folgende Aufklärungs- und Informationspflichten des Anlageberaters gegenüber dem Kunden:

- Information über den Berater selbst und seine Dienstleistung;
- Information über die Art des angebotenen Finanzinstruments;
- Information über die mit dem angebotenen Finanzinstrument verbundenen Kosten und Nebenkosten;

⁶⁴ Für Österreich nach § 1300 ABGB, vgl. *Penzl*, *derunternehmer.at*, 02/2009, S. 1 f.; *Sindelar*, *Praxisschrift für Wolfgang Zankl*, 791 (804); für Deutschland nach st. Rspr. des dBGH, vgl. *Palandt/Grünberg*, § 280 Rn. 47, m. w. N.

⁶⁵ Vgl. *Palandt/Grünberg*, § 280 Rn. 47, m. w. N.

⁶⁶ Vgl. *Penzl*, *derunternehmer.at*, 02/2009, S. 1 f.

- Information über das mit dem angebotenen Finanzinstrument verbundene Risiko;
- Information über rechtliche Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit dem angebotenen Finanzinstrument (Anwendbarkeit ausländischen Rechts, Garantien Dritter, Besicherungen, etc.);
- vorstehende Informationen müssen eindeutig und dürfen nicht irreführend sein, sie müssen rechtzeitig, in angemessenem Umfang sowie in verständlicher Form zur Verfügung gestellt werden, sodass der Kunde in die Lage versetzt wird, die genaue Art und die Risiken des betreffenden Finanzinstruments zu verstehen und so auf informierter Grundlage eine Anlageentscheidung treffen zu können;
- Einholung von Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden im Anlagebereich, seine finanziellen Verhältnisse und die von ihm verfolgten Anlageziele, in der Folge entsprechende Einstufung des Kunden (sog. *Anlegerklassifizierung*) und Anpassung der Information und Aufklärung an diese Einstufung.⁶⁷

Dies deckt sich im Wesentlichen mit der Rechtslage in Deutschland. Nach der Rechtsprechung des dBGH schuldet der Berater seinem Kunden eine anleger- und objektgerechte Beratung.⁶⁸ Anlagegerecht ist die Beratung, wenn der Berater das Anlageziel des Kunden und sein einschlägiges Fachwissen abklärt.⁶⁹ Objektgerecht ist sie, wenn der Berater über alle Umstände und Risiken, die für die Anlageentscheidung Bedeutung haben, richtig und vollständig informiert.⁷⁰ Hinzu treten auch in Deutschland aufsichtsrechtliche Wohlverhaltenspflichten nach § 31 dWpHG, welche in Umsetzung der MiFID eingeführt wurden und sich – der europarechtlichen Grundlage geschuldet – mit den Pflichten nach dem österreichischen WAG decken.⁷¹

Da ein Berater, der diese Pflichten verletzt, seinem Kunden auf Schadensersatz haftet, verwundert es kaum, dass die Crowdfunding-Plattformen in der Praxis ausdrücklich darauf hinweisen, dass sie keine Anlageberatung vornehmen. So ist beispielsweise in den sog. Investorenhinweisen der Plattform *Seedmatch* zu lesen, dass durch die Plattform keine Anlageberatung oder sonstige Beratung erfolge. Die auf ihrer Website veröffentlichten

⁶⁷ Vgl. *Penzl*, *derunternehmer.at*, 02/2009, S. 1 f.

⁶⁸ Vgl. *Palandt/Grünberg*, § 280 Rn. 47, m. w. N.

⁶⁹ Vgl. *Palandt/Grünberg*, § 280 Rn. 49, m. w. N.; vgl. für Österreich *Sindelar*, *Praxisschrift für Wolfgang Zankl*, 791, (805).

⁷⁰ Vgl. *Palandt/Grünberg*, § 280 Rn. 49, m. w. N.; vgl. für Österreich *Sindelar*, *Praxisschrift für Wolfgang Zankl*, 791 (805).

⁷¹ Vgl. *Sindelar*, *Praxisschrift für Wolfgang Zankl*, 791 (804), m. w. N.

Informationen würden keine Beratungsleistung darstellen, sondern diese Informationen würden durch *Seedmatch* nur zur Verfügung gestellt. Das jeweilige Start-up wird als für die Auswahl, Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität verantwortlich benannt.

Fraglich ist, ob der Auffassung der Plattformen gefolgt werden kann. Da es im Rahmen des Online-Konzepts der Plattformen keinen persönlichen Kontakts zwischen deren Mitarbeitern und Anlageinteressenten gibt, käme lediglich in Betracht, die auf der Plattform zur Verfügung gestellten Informationen zu den einzelnen Projekten als eine Art *Beratung* einzustufen. Allerdings stammen diese Informationen von den kapitalsuchenden Unternehmen. Die Plattformen sprechen also über diese Informationen selbst keine Empfehlung aus. Auch richten sich diese Informationen an sämtliche Nutzer der Plattformen und sind nicht individuell auf den einzelnen Nutzer zugeschnitten. Aus Nutzersicht liegt der Schluss auf eine *Beratung* damit eher fern. Schließlich werden lediglich jedem Plattformnutzer zugängliche Informationen abgerufen. Daran ändert auch nichts, dass die kapitalsuchenden Unternehmen ihre Informationen möglichst ansprechend gestalten und auch die Plattform ein Interesse daran haben dürfte, dass der Nutzer sich für ein Projekt entschließt und investiert. Insoweit kann also nicht von einer *Beratung* gesprochen werden.

2.2.2 Auskunftsvertrag zwischen Plattform als Anlagevermittler und Anleger

Aufklärungs- und Rücksichtnahmepflichten der Plattformen könnten sich aber ggf. aus einem zwischen der Plattform und dem Anleger (stillschweigend) geschlossenen Auskunftsvertrag ergeben.

Ein solcher Auskunftsvertrag kommt zwischen einem Anlagevermittler und einem Anleger nach der Rechtsprechung des österreichischen OGH zumindest dann zustande, wenn die Risikoträchtigkeit einer Kapitalanlage auf der Hand liegt.⁷² Gemäß der Rechtsprechung des dBGH wird ein Auskunftsvertrag geschlossen, wenn der Interessent deutlich macht, dass er – auf eine bestimmte Anlageentscheidung bezogen – die besonderen Kenntnisse und Verbindungen des Vermittlers in Anspruch nehmen will, und der Anlagevermittler mit der gewünschten Tätigkeit beginnt.⁷³ Aus dem Aufklärungsvertrag ist der Vermittler verpflichtet, den Anleger richtig und vollständig über diejenigen tatsächlichen Umstände zu informieren, die für den Anlagenentschluss des Interessenten von besonderer Bedeutung

⁷² Vgl. RIS-Justiz RS0108073.

⁷³ Vgl. Palandt/*Grünberg*, § 280 Rn. 52, m. w. N.

sind.⁷⁴ Eine Bewertung seitens des Vermittlers ist in der Regel nicht geschuldet,⁷⁵ wohl aber eine Überprüfung des Anlagekonzepts, des Prospekts oder einer persönlichen Modellberechnung auf wirtschaftliche Plausibilität.⁷⁶ Verfügt der Anlagevermittler nicht über objektive Daten beziehungsweise entsprechende Informationen, sondern nur über unzureichende Kenntnisse, muss er dies dem Anlageninteressenten offenlegen.⁷⁷

Anlagevermittler ist, wer sich – meist im Interesse des Anbieters – mit dem Vertrieb einer bestimmten Kapitalanlage befasst.⁷⁸ Da die Online Plattformen bei Crowdfunding im Interesse des kapitalsuchenden Unternehmens mit dem Vertrieb der von diesen angebotenen Anlagemöglichkeiten betraut sind, fallen sie unter den Begriff des Anlagevermittlers. Angesichts des nicht unerheblichen Totalverlustrisikos bei Start-Up Unternehmen kann auch die Risikoträchtigkeit der Crowdfunding-Investitionen unproblematisch bejaht werden. Ob allerdings auch die weiteren Voraussetzungen für das Vorliegen eines Auskunftsvertrages gegeben sind, ist umstritten.

Es verwundert nicht, dass die Crowdfunding-Plattformen wegen der damit verbundenen Haftungsrisiken auch das Entstehen eines Auskunftsvertrages verhindern wollen. So heißt es beispielsweise in den AGB der Plattform *Seedmatch*:

„7. Risikohinweise, keine Anlageberatung

7.2 Durch Seedmatch erfolgt keinerlei Anlageberatung oder sonstige Beratung. Ein Auskunfts- oder Beratungsvertrag kommt nicht zustande. Es obliegt allein dem Investor, zu entscheiden, ob er unter Nutzung der Internetplattform Vermögensanlagen erwerben möchte. [...]“⁷⁹

Ein Ausschluss von Auskunftsleistungen in den AGB der Plattformen reicht jedoch nicht aus, um einen Auskunftsvertrag von vornherein auszuschließen. Denn schon nach dem Grundsatz *venire contra factum proprium* muss sich die Plattform ihr sonstiges Verhalten entgegenhalten lassen.⁸⁰ Hinzu kommt, dass bei Allgemeinen Geschäftsbedingungen stets zu prüfen ist, ob diese in den Vertrag einbezogen wurden und wirksam sind. In Österreich

⁷⁴ Vgl. dBGH NJW 2004, 1868 (1869); dBGH NJW 2012, 380 (380).

⁷⁵ Vgl. dBGH NJW-RR 1993, 1114 (1114 f.); dOLG Saarbrücken WM 2006, 1720 (1721).

⁷⁶ Vgl. Palandt/*Grünberg*, § 280 Rn. 52, m. w. N.

⁷⁷ Österreich: Vgl. RIS-Justiz RS0108073; Deutschland: Vgl. Palandt/*Grünberg*, § 280 Rn. 52, m. w. N.

⁷⁸ Vgl. Palandt/*Grüneberg*, § 280 Rn. 52.

⁷⁹ AGB Ziff. 7.2 der Seedmatch GmbH, im Internet abrufbar unter: <https://www.seedmatch.de/agb> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

⁸⁰ Vgl. dBGH NJW 1991, 564 (564).

richtet sich dies nach der §§ 864a (Geltungskontrolle) und § 879 Abs. 3 ABGB (Inhaltskontrolle). In Deutschland ist die AGB-Kontrolle nach §§ 305 ff. dBGB, insbesondere die Inhaltskontrolle gemäß §§ 307 ff. dBGB einschlägig.⁸¹

Ließe sich also aus dem (sonstigen) Verhalten einer Plattform darauf schließen, dass sie rechtsverbindliche Auskünfte erteilen möchte, so müsste sie sich daran trotz anderslautender AGB-Reglungen festhalten lassen.⁸²

Ein solcher Fall könnte bspw. vorliegen, wenn eine Plattform in ihren AGB von *sorgfältig vorausgewählten Start-ups als Investmentchance* spricht, wie dies z. B. *Seedmatch* noch vor kurzem getan hat.⁸³ Zwar gibt es auch Stimmen, die selbst bei einer solchen Aussage von einem fehlenden Rechtsbindungswillen hinsichtlich eines Auskunftsvertrages ausgehen. Begründet wird dies damit, dass einer solchen Aussage aufgrund ihrer Vieldeutigkeit kein konkreter Tatsachekern und damit auch keine konkrete Verpflichtung entnommen werden könne⁸⁴ und dass es keine allgemeine Verkehrsanschauung gebe, dass Online-Plattformen Aktivitäten Dritter inhaltlich prüfen.⁸⁵ Allerdings muss dies stark bezweifelt werden. Denn die Frage, ob die Plattformen sich die Informationen der Unternehmen über die Projekte zu eigen machen, ist anhand einer objektiven Gesamtbetrachtung aller relevanten Umstände zu ermitteln. Hierbei sind insbesondere die inhaltlich redaktionelle Kontrolle der fremden Inhalte und die Art der Präsentation von Bedeutung.⁸⁶ Der Ausdruck „sorgfältig vorausgewählt“ kann dabei aus dem objektivem Empfängerhorizont heraus durchaus den Eindruck erwecken, die Plattform nehme eine materielle Prüfung der Start-Ups oder Projekte vor, und mache sich dadurch die Informationen und die Darstellung der Start-ups zu eigen. Es verwundert daher kaum, dass die AGB von *Seedmatch* den oben erwähnte Passus heute nicht mehr enthalten. Vielmehr stellt die diese in ihren AGB nunmehr u. a. klar, dass allein die Start-ups selbst verantwortlich für die zur Verfügung gestellten Informationen seien:

Punkt 1.2: „Seedmatch ermöglicht es den Startups, in eigener Verantwortung erstellte Informationen auf der Internetplattform bereitzustellen. [...]“

⁸¹ Zur Entwicklung des allgemeinen Transparenzgebots in Deutschland vgl. *Horn*, FS Graf v. Westphalen, 353 (362 f.).

⁸² Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1413).

⁸³ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1413).

⁸⁴ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1413).

⁸⁵ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1413).

⁸⁶ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1413).

Punkt 7.2 weist darauf hin, die zur Verfügung gestellten Informationen stellen keine Beratungsleistung von *Seedmatch* dar und ersetzen auch keine fachkundige Beratung. Weiter heißt es:

[...] Das jeweilige Startup stellt die für die Anlageentscheidung relevanten Informationen, Dokumente und Dateien auf der Internetplattform zur Verfügung und nimmt deren Auswahl allein vor. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Informationen, auch während der Laufzeit der Vermögensanlage, ist allein das Startup verantwortlich. Seedmatch empfiehlt dem Investor, sich vor seiner Entscheidung über den Erwerb von Vermögensanlagen und über die rechtlichen, wirtschaftlichen und steuerlichen Folgen des Erwerbs dieser Vermögensanlagen zu informieren.“

Neben den neugefassten AGB, die keinen Hinweis mehr auf eine (materielle) Prüfung der Unternehmen und Projekte enthalten, gibt noch weitere Argumente, die dagegen sprechen, das Verhalten der Crowdfunding-Plattformen als Annahme eines Angebots des Anlegers zum Abschluss eines Anlagevertrages zu deuten. So wird zum deutschen Recht argumentiert, dass für den Geschäftsbesorgungsvertrag in § 675 Abs. 2 dBGB klargestellt sei, dass die Erteilung von Auskunft, Rat oder Empfehlung mangels Rechtsbindungswillens grundsätzlich keine Haftung auslöse.⁸⁷

Auch suggeriert eine steckbriefartige Darstellung kapitalsuchender Unternehmen nicht zwangsläufig eine inhaltliche Auseinandersetzung mit deren Projekt.⁸⁸ Daneben fehlt es an objektiven Anhaltspunkten dafür, dass der Nutzer der Plattform gezielt deren besonderen Kenntnisse in Anspruch nehmen möchte.⁸⁹ Vielmehr bilden die von den kapitalsuchenden Unternehmen selbst erstellten Informationen die Basis für die Investitionsentscheidung, welche die Plattform sich auch nicht zu eigen machen.⁹⁰

Somit gilt, dass jede einzelne Internet-Plattform hinsichtlich sämtlicher Umstände des Einzelfalls zu beurteilen ist. Nimmt sie keinerlei Einfluss auf den Inhalt und die

⁸⁷ So *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1413) unter Berufung auf Palandt/*Sprau* (71. Auflage 2012), § 675 Rn. 33.

⁸⁸ Vgl. *Jansen/Pfeiffle*, ZIP 2012, 1842 (1849 ff.).

⁸⁹ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1413).

⁹⁰ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1413).

Darstellung der Projekte und erweckt sie auch keinen diesbezüglichen Eindruck, so spricht dies gegen das Zustandekommen eines Auskunftsvertrags zwischen Plattform und Anleger.

Erweckt die Plattform hingegen den Eindruck, sie habe die Angaben der Unternehmen inhaltlich überprüft, mache sich den Inhalt der dargestellten Unternehmen oder Projekte zu eigen oder nehme Einfluss auf Inhalt und die Darstellung der veröffentlichten Unterlagen, so spricht dies für das Vorliegen eines Auskunftsvertrags mit den daraus resultierenden Pflichten.

2.2.3 Rücksichtnahmepflichten der Plattformen aus einem Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Dadurch, dass die Plattformen die Projekte im Vorfeld selektieren, zumeist die Beteiligungsverträge stellen und sog. Investor-Relations-Kanäle einrichten, könnte ein besonderes Vertrauensverhältnis zu den Anlegern entstehen. Aus diesem wiederum könnten Rücksichtnahmepflichten gegenüber den Anlegern in Form von Informationspflichten folgen. Ein Schuldverhältnis mit Pflichten kann nämlich auch zu Personen entstehen, die selbst nicht Vertragspartei werden sollen.⁹¹ Erforderlich für ein solches Vertragsverhältnis ist, dass der Verpflichtete (die Plattform) entweder ein unmittelbares eigenes wirtschaftliches Interesse am Vertragsschluss hat⁹² oder ein besonderes persönliches Vertrauen in Anspruch nimmt⁹³ und dadurch die Vertragsverhandlungen oder der Vertragsabschluss erheblich beeinflusst.

An dieser Stelle kann auch auf die Argumentation im Rahmen der Prüfung, ob ein Auskunftsvertrag zwischen Plattform und Investor vorliegt, verwiesen werden. Es liegt zwischen dem Anleger und der Plattform gerade kein qualifiziertes Vertrauensverhältnis vor, das über das normale Verhandlungsvertrauen hinausgeht. Hinzu tritt, dass die Dritthaftung restriktiv ausgelegt wird. Zwar erhält die Plattform eine Provision vom Start-up, dieses wirtschaftliche Interesse kann aber als mittelbar eingestuft werden, da der Anspruch darauf erst mit Erreichen der Funding-Schwelle entsteht. Dies genügt gerade nicht für die Annahme eines wirtschaftlichen Eigeninteresses.

⁹¹ Für Österreich vgl. *Karner*, in: KBB, § 1295 Rn. 19; zum deutschen Recht siehe § 311 Abs. 3 dBGB i. V. m. § 241 Abs. 2 dBGB.

⁹² Vgl. *Karner*, in: KBB, § 1295 Rn. 19

⁹³ Vgl. *Karner*, KBB, § 1300 Rn. 3; Palandt/*Grüneberg*, § 311 Rn. 60.

Somit kommen Rücksichtnahmepflichten aus einem Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter nicht in Betracht.

2.2.4 Aufklärungspflichten als vertragliche Nebenpflicht des Plattformnutzungsvertrages

Weiters stellt sich die Frage, ob dem Investor gegenüber zu erfüllende Aufklärungspflichten als vertragliche Nebenpflichten mit dem Plattformnutzungsvertrag verknüpft sein können. Aufklärungspflichten bestehen hinsichtlich aller Umstände, die für den Vertragsschluss der anderen Partei erkennbar von wesentlicher Bedeutung sind und deren Mitteilung die Partei nach Treu und Glauben erwarten kann.⁹⁴ Dies würde bedeuten, dass die Plattform z. B. über Umstände aufklären muss, die Rückschlüsse auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Start-ups zulassen oder das Totalverlustrisiko näher erläutern muss.⁹⁵ Da jedoch nur über solche Umstände aufzuklären ist, die für den Plattformnutzungsvertrag – nicht für einen Beteiligungsvertrag zwischen Investor und Start-up – relevant sind, sind Aufklärungspflichten als vertragliche Nebenpflichten abzulehnen.⁹⁶

2.2.5 Besonderer Investorenschutz durch Regelungen des AGB-Rechts

Die AGB der Plattformen unterliegen der Inhaltskontrolle nach § 879 Abs. 3 ABGB bzw. §§ 307 ff. dBGB. Diese enthalten jedoch keine Regelungen, die insbesondere für den Schutz der Anleger beim Crowdfunding von Nutzen sein könnten.

Es stellt sich daher allein die Frage, ob die Plattformen solche AGB-Klauseln, durch die jegliche Beratungsleistung ausgeschlossen werden soll, wirksam in den Plattformnutzungsvertrag einbeziehen können.

Beispiel: Ziff. 7.2 der AGB der Plattform Seedmatch:

„Durch Seedmatch erfolgt keinerlei Anlageberatung oder sonstige Beratung. Ein Auskunfts- oder Beratungsvertrag kommt nicht zustande. [...]“⁹⁷

⁹⁴ Vgl. zum österreichischen Recht: OGH 08.03.1978, 1 Ob 520/78; vgl. zum deutschen Recht: dBGH NJW 2002, 1042 (1043).

⁹⁵ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1414).

⁹⁶ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1414).

⁹⁷ AGB Ziff. 7.2 der *Seedmatch GmbH*, im Internet abrufbar unter: <https://www.seedmatch.de/agb> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Schließlich bestimmen in Österreich § 864a ABGB und in Deutschland § 305c Abs. 1 dBGB, dass solche Bestimmungen in AGB nicht Vertragsbestandteil werden, die nach den Umständen, vor allem nach dem äußeren Erscheinungsbild der Urkunde bzw. des Vertrages, so ungewöhnlich sind, dass der Vertragspartner (Investor) des Verwenders (Plattform) mit ihnen nicht zu rechnen braucht.

Diesbezüglich argumentieren einige Stimmen in der Literatur, dass unter Zugrundelegung eines objektiven Empfängerhorizonts nicht davon ausgegangen werden könne, dass die Plattformnutzer eine inhaltliche Überprüfung der Start-ups erwarten. Begründet wird dies damit, dass eine Crowdfunding-Plattform mit virtuellen Marktplätzen, wie beispielsweise Ebay oder resale.de, verglichen werden könne. Bei diesen sei dem Nutzer bekannt oder müsste ihm zumindest bekannt sein, dass die Betreiber die Angebote Dritter nicht vorab überprüfen.⁹⁸ Diesem Argument ist grundsätzlich beizupflichten. Dies gilt allerdings nur solange, wie die Plattform nicht durch Werbung den Eindruck vermittelt, sie habe die Start-ups geprüft und empfehle diese den Anlegern als (sichere) Investitionsanlage. Jedenfalls dann wäre der Ausschluss jeglicher Beratungs- oder Auskunftleistung ungewöhnlich.⁹⁹ Derartige Angaben von Plattformen sind in der Praxis jedoch nicht (mehr) erkennbar.

Damit dürften § 864a ABGB bzw. § 305c Abs. 1 dBGB – vorbehaltlich einer genauen Prüfung im Einzelfall – in der Regel nicht zur Anwendung gelangen.

2.3 Anleger und Unternehmer

Durch die Zusage des Kapitalgebers, ein bestimmtes Unternehmen oder Projekt zu unterstützen, kommt zwischen diesem und dem kapitalsuchenden Unternehmen ein vertragliches Schuldverhältnis zustande. Dieses ist vom Verhältnis zum Betreiber der Crowdfunding-Plattform unabhängig.¹⁰⁰ Wie dieser Vertrag typologisch zu beurteilen ist, hängt davon ab, welche Art von Crowdfunding zugrunde liegt.

2.3.1 Crowddonating

Ist nicht vereinbart, dass der Kapitalgeber für die Überlassung des Kapitals eine Gegenleistung erhalten soll, kann die Zuwendung als Schenkung (§§ 938 ff. ABGB, 516

⁹⁸ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1414).

⁹⁹ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1414).

¹⁰⁰ Vgl. *Bareiß*, ZUM 2012, 456 (460).

ff. dBGB) zu qualifizieren sein. Voraussetzung hierfür ist, dass beide Parteien darüber einig sind, dass die Zuwendung unentgeltlich, also unabhängig von einer Gegenleistung erfolgt.¹⁰¹ Dies dürfte in der Praxis selten der Fall sein und hauptsächlich bei sozialen Projekten vorkommen. Aufgrund der weit verbreiteten Praxis, jedenfalls geringwertige Gegenleistungen als *Dankeschön* anzubieten, wird eine Qualifizierung als Schenkung regelmäßig ausscheiden.

2.3.2 Reward Model

Erhält der Kapitalgeber vom Unternehmen eine Zuwendung mit überwiegend ideellem und bestenfalls geringem materiellen Wert, so kommen unterschiedliche rechtliche Ausgestaltungen in Betracht. Erfolgt z. B. eine Nennung der Unterstützer auf dem Cover einer CD oder im Abspann eines Filmes, so kann es sich dabei um den bloßen Hinweis auf die Schenkung handeln.¹⁰² Erfolgt die Nennung an prominenter Stelle, kann aber auch ein atypischer Fall von Sponsoring vorliegen.¹⁰³ Das Sponsoring ist weder im ABGB noch im dBGB¹⁰⁴ geregelt. Es ist dadurch gekennzeichnet, dass der Sponsor Geld oder Sachmittel zur Verfügung stellt und sich der Gesponserte im Gegensatz dazu verpflichtet, die kommunikativen Ziele des Sponsors zu unterstützen.¹⁰⁵ Je nach Art der Gegenleistung können werk- oder dienstvertragliche Elemente im Vordergrund stehen.¹⁰⁶ Eine Einordnung als Sponsoringvertrag kommt vor allem dann in Frage, wenn sich der Geldgeber durch die Nennung seines Namens mediale Aufmerksamkeit verspricht, um vom Ruf des Werkes zu profitieren.¹⁰⁷

Erhält der Geldgeber hingegen eine materielle Gegenleistung für sein hingegebenes Geld, ohne dass diese den Wert des zugewendeten Kapitals erreicht, kommt eine Qualifikation als gemischte Schenkung in Betracht. Eine solche liegt vor, wenn zwischen Leistung und Gegenleistung ein objektives Missverhältnis herrscht, die Vertragsparteien sich dieses Missverhältnisses bewusst und subjektiv darüber einig sind, jedenfalls den überschießenden Zuwendungsteil dem Beschenkten unentgeltlich zuzuwenden.¹⁰⁸ Keine

¹⁰¹ Vgl. *Bollenberger*, in: KBB, § 938 Rn. 1; Palandt/*Weidenkaff*, § 516 Rn. 8.

¹⁰² Vgl. *Bareiß*, ZUM 2012, 456 (461).

¹⁰³ Vgl. *Bareiß*, ZUM 2012, 456 (461).

¹⁰⁴ Vgl. *Weiland*, NJW 1994, 227 (230).

¹⁰⁵ Vgl. dOLG Dresden SpuRt 2007, 169 (169 f.) im Anschluss an *Weiland*, NJW 1994, 227 (230); MüKoBGB/*Koch*, § 516 Rn. 25.

¹⁰⁶ Vgl. *Bareiß*, ZUM 2012, 456 (460).

¹⁰⁷ Vgl. *Bareiß*, ZUM 2012, 456 (460); vgl. ferner *Junge*, Crowdfunding für Kulturbetriebe, S. 24, m. w. N.

¹⁰⁸ Vgl. *Bollenberger*, in: KBB, § 938 Rn. 8; BeckOK BGB/*Gehrlein*, § 516 Rn. 12.

Voraussetzung ist hingegen, dass der objektive Wert der Zuwendung mindestens das Doppelte der Gegenleistungen beträgt.¹⁰⁹

Eine gemischte Schenkung liegt aber nur dort vor, wo die höherwertige Leistung nicht real teilbar ist. Ist dies hingegen der Fall, wird der äußerlich einheitliche Vertrag rechtlich in zwei selbständige Verträge aufgespalten, von denen der eine entgeltlich, der andere unentgeltlich ist.¹¹⁰ Im Falle des Crowdfunding dürfte es sich beim entgeltlichen Teil regelmäßig um einen Kaufvertrag handeln. Tatsächlich dürfte es jedoch häufig schwierig werden, den Wert der Gegenleistung annähernd zu bestimmen, insbesondere wenn es sich um Gegenstände handelt, für die kein Markt existiert. Dann liegt es nahe, von der Untrennbarkeit von entgeltlicher und unentgeltlicher Leistung auszugehen und eine gemischte Schenkung anzunehmen.¹¹¹ In einem solchen Fall wird nach der heute h. M. auf die Zuordnung zu einem bestimmten gesetzlich vorgegebenen Regelungstypus verzichtet und stattdessen für den jeweiligen Einzelfall diejenigen Normen angewendet, die dem Zweck oder dem Parteiwillen am besten entsprechen.¹¹²

2.3.3 Pre-Purchase Model

Wird den Kapitalgebern als Gegenleistung für die überlassenen Finanzmittel das zu entwickelnde bzw. produzierende Produkt versprochen, handelt es sich um einen Kaufvertrag. Denn „auch Sachen, die noch nicht existieren, können verkauft werden, wenn sie im Vertrag hinlänglich bestimmt sind und ihre Entstehung objektiv möglich ist.“¹¹³ Bei der Unterstützung von Filmen oder Musikalben kommt auch in Frage, dass der Unterstützer keine CD oder DVD, sondern stattdessen Zugang zu einem Video on Demand Dienst erhält. Je nach konkreter Ausgestaltung kommt hier neben dem Kaufrecht (Download-to-own-Modell) auch die Anwendung von Mietrecht (Download-to-Rent-Modell) in Betracht.¹¹⁴

¹⁰⁹ Für Österreich: Vgl. RIS-Justiz RS0012959; für Deutschland: Vgl. dBGH NJW 2012, 605 (605 f.).

¹¹⁰ Vgl. MüKoBGB/Koch, § 516 Rn. 34, m. w. N.; vgl. auch: OGH 27.10.1992, 5 Ob 124/92 und Bollenberger, in: KBB, § 938 Rn. 8.

¹¹¹ Vgl. MüKoBGB/Koch, § 516 Rn. 34, m. w. N.; vgl. auch OGH 27.10.1992, 5 Ob 124/92 und Bollenberger, in: KBB, § 938 Rn. 8.

¹¹² Vgl. MüKoBGB/Koch, § 51 Rn. 34, m. w. N.; BeckOK BGB/Gehrlein, § 516 Rn. 12, m. w. N.; OGH 27.10.1992, 5 Ob 124/92; Bollenberger, in: KBB, § 938 Rn. 8, m. w. N.

¹¹³ MüKoBGB/H. P. Westermann, § 433, Rn. 10; Vgl. Apathy, in: KBB, § 1054 Rn. 1.

¹¹⁴ Vgl. Bareiß, ZUM 2012, 456 (461).

2.3.4 Crowdlending

Beim Crowdlending kommt zwischen dem Unternehmen und dem Anlegern ein Darlehensvertrag nach §§ 983 ff. ABGB bzw. §§ 488 ff. dBGB zustande. Den Anlegern steht gegen das Unternehmen ein Anspruch auf Rückzahlung des überlassenen Kapitals zu. Darüber hinaus haben sie regelmäßig einen ein Anspruch auf Zahlung von Zinsen.

In der Praxis eher selten, aber dennoch zu erwähnen, ist das Crowdlending in Form einer Unterbeteiligung. Dabei beteiligt sich die Crowdfunding-Plattform treuhänderisch für die Investoren am Kredit einer Bank. Diese Beteiligung wird als stille Gesellschaft konzipiert, bei der sich der Unterbeteiligende nur am Geschäftsanteil beteiligt.¹¹⁵ Dieses Modell wird etwa von der europaweit tätigen Plattform *Lendico* angeboten.¹¹⁶

2.3.5 Crowdfunding

Die rechtlichen Beziehungen zwischen Unternehmen und Anlegern beim Crowdfunding hängen davon ab, wie sich die Anleger am unterstützten Unternehmen bzw. Projekt beteiligen. Wie bereits angesprochen, fallen unter das Crowdfunding neben klassischen Unternehmensbeteiligungen auch hybride Finanzierungsinstrumente. In der Praxis des Crowdfundings haben sich dabei Aktien, die stille Gesellschaft, Anleihen, Genussrechte und -scheine sowie (partiarische) Nachrangdarlehen durchgesetzt.

1.1.1.1 Partiarisches Nachrangdarlehen

Das partiarische Nachrangdarlehen stellt die zurzeit häufigste Beteiligungsform beim Crowdfunding dar.¹¹⁷ Grundsätzlich sind partiarische Nachrangdarlehen Darlehensverträge nach § 488 ff. dBGB. Sie enthalten eine „gewinnabhängige, variable Vergütungskomponente in Form einer prozentualen Beteiligung an dem vom Darlehensnehmer erwirtschafteten Erfolg“¹¹⁸ (partiarisch = gewinnabhängig). Darlehensgeber und Darlehensnehmer können aber eine Mindestrendite in Form einer festen Verzinsung vereinbaren. Eine Beendigung des Darlehens kann durch beide Seiten in der Regel erst nach Ablauf einer Mindestvertragslaufzeit erfolgen, wohingegen eine

¹¹⁵ Vgl. *Brandl/Tomann*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 149.

¹¹⁶ <https://www.lendico.at/> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

¹¹⁷ Vgl. *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1793).

¹¹⁸ *Peine/Weiers*, in: Bösl/Schimpfky/von Beauvais, Fremdfinanzierung, S. 236.

außerordentliche Kündigung aus wichtigem Grund zu jedem Zeitpunkt ausgesprochen werden kann.¹¹⁹

Vorteilhaft ist für den Darlehensgeber, dass eine Verlustbeteiligung ausgeschlossen ist.¹²⁰ Für seinen Vertragspartner hingegen ist der generelle Ausschluss von Mitverwaltungs- und Geschäftsführungsrechten attraktiv,¹²¹ wenngleich den Darlehensgebern zumeist Kontroll- und Einsichtsrechte analog § 183 UGB bzw. § 233 dHGB zustehen.¹²² Dem kapitalsuchenden Unternehmen gibt dies die Möglichkeit, mit dem Kapital weitgehend unabhängig zu arbeiten.¹²³ Demgegenüber profitiert der Anleger von der Möglichkeit, einen Anteil am Unternehmenserfolg zu realisieren, statt nur eine feste Verzinsung zu erhalten.¹²⁴

Liegt ein Rangrücktritt des Darlehensgebers vor, spricht man von einem partiarischen Nachrangdarlehen oder nachrangig partiarischen Darlehen. Regelmäßig handelt es sich bei dem Rangrücktritt sogar um einen sog. qualifizierten Rangrücktritt. Dieser sieht – anders als der einfache Rangrücktritt¹²⁵ – nicht nur eine Befriedigung des Darlehensgebers in der Insolvenz des Unternehmens erst nach den vorrangigen Gläubigern vor, sondern enthält zudem ein Verbot das darlehensweise überlassene Kapital abzuziehen, sofern dadurch die Insolvenz oder Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens hervorgerufen ausgelöst würde.¹²⁶ Für den Anleger sind nachrangige Darlehen häufig mit einem Totalverlust im Falle der Insolvenz des Unternehmens verbunden, da diese meist nicht besichert werden.¹²⁷ Als Ausgleich erfolgt regelmäßig ein Zinsaufschlag für das höhere Ausfallrisiko oder aber der Equity Kicker wird in seiner Höhe angepasst.¹²⁸

Partiarische Nachrangdarlehen sind als Mischfinanzierung, auch „Debt-Mezzanine“ genannt, zu qualifizieren.¹²⁹ Sie werden häufig – obwohl originär Fremdkapital – zum

¹¹⁹ Vgl. *Peine/Weiers*, in: Bösl/Schimpfky/von Beauvais, Fremdfinanzierung, S. 231.

¹²⁰ Vgl. *Weigell/Beckert*, in: Schwedhelm/Alvermann/Hund von Hagen et al., B. 16. Partiarisches Darlehen, Erläuterungen, Rn. 4.

¹²¹ Vgl. *Weigell/Beckert*, in: Schwedhelm/Alvermann/Hund von Hagen et al., B. 16. Partiarisches Darlehen, Erläuterungen, Rn. 4.

¹²² Vgl. *Weigell/Beckert*, in: Schwedhelm/Alvermann/Hund von Hagen et al., B. 16. Partiarisches Darlehen, Erläuterungen, Rn. 14.

¹²³ Vgl. *Beck*, *Crowdinvesting*, S. 70.

¹²⁴ Vgl. *Beck*, *Crowdinvesting*, S. 89.

¹²⁵ Zum einfachen Rangrücktritt vgl. *Kirchberger/Maurer*, ÖBA 2007, 421 (424).

¹²⁶ Vgl. *Sixt*, *Schwarmökonomie und Crowdfunding*, S. 179.

¹²⁷ Vgl. *Peine/Weiers*, in: Bösl/Schimpfky/von Beauvais, Fremdfinanzierung, S. 224.

¹²⁸ Vgl. *Peine/Weiers*, in: Bösl/Schimpfky/von Beauvais, Fremdfinanzierung, S. 231.

¹²⁹ Vgl. *Freitag/Mülbert*, in: Staudinger, § 488 Rn. 70.

wirtschaftlichen Eigenkapital gezählt¹³⁰ und sind daher ist diese Beteiligungsform zwischen Eigen- und Fremdkapital einzuordnen.¹³¹ Dies hat eine Erleichterung bei der Kreditaufnahme zur Folge, sondern auch, dass Kredite zu besseren Konditionen aufgenommen werden können.¹³²

In der Praxis sind z. B. die von *Seedmatch* und *Companisto* – den beiden wohl größten deutschsprachigen Crowdfunding-Internetplattformen – vermittelten Beteiligungen als partiarischen nachrangigen Darlehen ausgestaltet.¹³³

1.1.1.2 Stille Gesellschaft

Bei der stillen Beteiligung handelt es sich um eine echte Personengesellschaft, bei der sich der als *Stiller* bezeichnete Gesellschafter am Handelsgewerbe eines anderen beteiligt, ohne nach außen als Gesellschafter in Erscheinung zu treten. Gesetzlich geregelt ist diese Form der Gesellschaft in Österreich in §§ 179 ff. UGB und in Deutschland in §§ 230 ff. dHGB, §§ 707 ff. dBGB. Bei der stillen Gesellschaft erfolgt regelmäßig eine Beteiligung der Anleger sowohl am Gewinn als auch am Verlust des Unternehmens.¹³⁴ Ferner muss der Stille sich verpflichten, den Unternehmensgegenstand des Geschäftsinhabers zu fördern. Hieraus resultiert, dass der Stille die Rückzahlung seiner Einlage oder die Auszahlung seiner Gewinnbeteiligung nicht zur Unzeit, d. h. bei Liquiditätsengpässen oder in der Krise des Unternehmens verlangen darf.¹³⁵

Allerdings kann die Verlustbeteiligung nach § 181 Abs. 2 1. HS UGB bzw. § 231 Abs. 2 dHGB ausgeschlossen werden. Zumindest in Hinblick auf diejenigen stillen Beteiligungen, bei denen dies vereinbart wurde, ist der Übergang zum partiarischen (Nachrang-)Darlehen fließend,¹³⁶ insbesondere dann, wenn letzteres noch mit einem qualifizierten Rangrücktritt ausgestattet ist. Daher gibt es durchaus Stimmen, die eine Unterscheidung zwischen den beiden Beteiligungsformen als verfehlt erachten.¹³⁷ Letztlich hängt die Einordnung maßgeblich von der konkreten vertraglichen Ausgestaltung ab, weswegen die Zuordnung

¹³⁰ Vgl. *Hofert/Ahrens*, GmbHR 2005, 1381 (1381); *Kieth*, DStR 2006 1763 (1763).

¹³¹ Vgl. *Poelzig*, WM 2014, 917 (917).

¹³² Vgl. *Poelzig*, WM 2014, 917 (917).

¹³³ So die Einordnung von *Nietsch/Eberle* in DB 2014 1788 (1793).

¹³⁴ Vgl. *Freitag/Mülbert*, in: Staudinger, § 488 Rn. 70 m. w. N.

¹³⁵ Vgl. *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding, S. 181.

¹³⁶ Vgl. *MüKoBGB/Berger*, § 488 Rn. 70, m. w. N.

¹³⁷ So u. a. *Schön*, ZGR 1993, 210 ff.; vgl. auch *Freitag/Mülbert*, in Staudinger, § 488 Rn. 70.

einer Beteiligung zu der einen oder anderen Rechtsform anhand einer Würdigung der Gesamtumstände erfolgen muss.¹³⁸

1.1.1.3 Genussrechte und Genussscheine

Bei der Ausgabe von Genussrechten handelt es sich um das *klassische* Crowdfunding-Modell.¹³⁹ Die drei österreichischen Crowdfunding-Plattformen conda.at¹⁴⁰, 1000x1000.at¹⁴¹ und greenrocket.at¹⁴² bieten Genussrechte als Gegenleistung für das Geld der Anleger an. Die große Beliebtheit des Genussrechtsmodells beruht darauf, dass Genussrechte eine einfache Handhabung bei einer Vielzahl von Investoren bieten.¹⁴³ Eine gesetzliche Definition von Genussrechten gibt es weder in Österreich noch in Deutschland. Man versteht darunter Rechte, die schuldrechtliche Ansprüche auf aktionärstypische Vermögensrechte (einschließlich des Rechts auf Bezug von Aktien und von Finanzierungstiteln im Sinne des 174 AktG bzw. § 221 dAktG) begründen, und zwar in einer Weise, die nicht schon dem Tatbestand der Wandel- oder Gewinnschuldverschreibung unterfällt und auch keinen Teilgewinnabführungsvertrag begründet.¹⁴⁴ Wird ein Genussrecht verbrieft, spricht man von Genussscheinen.¹⁴⁵

Genussrechte erlauben es Unternehmern, Investoren direkt am Gewinn ihres Unternehmens zu beteiligen, ohne diesen Mitgliedschafts- oder Mitwirkungsrechte (174 Abs. 3 AktG bzw. § 221 Abs. 3 dAktG) einzuräumen.¹⁴⁶ Typischerweise sind die im Rahmen des Crowdfunding verwendeten Genussrechte nachrangig ausgestaltet und sehen einen Kündigungsverzicht der Genussrechtszeichner auf unbestimmte Zeit sowie eine Verlustbeteiligung vor.¹⁴⁷ Ferner werden die Gewinne in der Regel nicht ausgeschüttet, sondern thesauriert und die Kapitalgeber auf diese Weise am Unternehmenswert bzw. Liquidationserlös beteiligt.¹⁴⁸

¹³⁸ Vgl. *Herr/Bantleon*, DStR 2015, 532 (533).

¹³⁹ Vgl. *Brand/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 149.

¹⁴⁰ <https://www.conda.at/crowdinvesting> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

¹⁴¹ <https://1000x1000.at/infos#equity> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

¹⁴² <https://www.greenrocket.com/faq-haeufig-gestellte-fragen> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

¹⁴³ Vgl. *Brand/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 149.

¹⁴⁴ Vgl. MüKoAktG/*Habersack*, § 221 Rn. 64, m. w. N.

¹⁴⁵ Vgl. MüKoAktG/*Habersack*, § 221 Rn. 63.

¹⁴⁶ Vgl. *Sixt*, S., Schwarmökonomie und Crowdfunding, 181.

¹⁴⁷ Vgl. *Sixt*, S., Schwarmökonomie und Crowdfunding, 181 f.

¹⁴⁸ Vgl. OGH 29.01.2013, 7 Ob 267/02v.

1.1.1.4 Anleihen

Erfolgt eine Beteiligung der Anleger über Unternehmensanleihen, so nimmt das kapitalsuchende Unternehmen darüber ein Großdarlehen auf, das in verschiedene, verbrieft Teilbeträge unterteilt wird. Der Vorteil für das Unternehmen besteht in der weitgehenden Gestaltungsfreiheit. So stehen den Anlegern keine Gesellschafterrechte zu und auch die Höhe des Rückzahlungsanspruchs lässt sich variabel gestalten. Letzteres ist insbesondere für Start-ups interessant, welche sich auf diese Weise auch vollständig von der Zinslast befreien können, sollten sich die Geschäfte gerade zu Beginn nur schleppend entwickeln. Zudem kann eine Anleihe auch als sog. Nachranganleihe begeben werden. Solche mit einer (qualifizierten) Nachrangabrede versehenen Anleihen werden von Fremdkapitalgebern zumeist als Eigenkapital angesehen und erhöhen damit die Kreditwürdigkeit des Unternehmens.

1.1.1.5 Aktien

Beim Aktiemodell erhält der Anleger eine Beteiligung am Unternehmen in Form von Aktien. Dies können Aktien sein, die vollwertige Mitgliedschafts- und Kontrollrechte bieten. Zumeist dürfte es sich jedoch um stimmrechtslose Vorzugsaktien (§ 12a Abs. 1 AktG bzw. §§ 139 Abs. 1, 140 Abs. 1 dAktG) handeln, bei denen der Anleger im Gegenzug für eine höhere Dividende auf Stimmrechte in der Hauptversammlung verzichten muss.

3 Unionsrechtliche Grundlagen

Auf europarechtlicher Ebene gibt es bislang keine speziellen Vorgaben für Crowdfunding. Dennoch ist die Entwicklung dieser Finanzierungsform auch auf Ebene der EU-Institutionen nicht unbemerkt geblieben. So hat die EU-Kommission bereits im Frühjahr 2014 eine Mitteilung zur Freisetzung des Potentials von Crowdfunding in der Europäischen Union¹⁴⁹ und die ESMA Ende 2014 eine Opinion zu Investment-based-Crowdfunding¹⁵⁰ veröffentlicht.

Während erstere das Potential von Crowdfunding sowie die damit verbundenen Herausforderungen beleuchtet, die erforderlichen politischen Schritte zu dessen Freisetzung beschreibt und damit zukunftsgerichtet ist, befasst sich die Opinion der ESMA mit der Frage, inwieweit Crowdfunding von der bereits heute bestehenden Finanzmarktregulierung betroffen ist. Ausgehend von den Überlegungen der ESMA sollen an dieser Stelle die unionsrechtlichen Grundlagen des Crowfundings untersucht werden. Dabei ist stets zu bedenken, dass der EU-Gesetzgeber bei Erlass der bestehenden Regeln für Finanzdienstleistungen das Crowdfunding-Modell nicht im Sinn gehabt hatte¹⁵¹ und dass die in Form einer Richtlinie erlassenen Vorgaben der EU nicht unmittelbar gelten, sondern durch die Gesetzgeber der Mitgliedsstaaten jeweils in nationales Recht umgesetzt wurden.

3.1 *Prospektrichtlinie (2003/71/EG geändert durch die Änderungsrichtlinie 2010/73/EU)*

Die EU Prospektrichtlinie fordert die Veröffentlichung eines Prospekts bevor Wertpapiere öffentlich angeboten oder zum Handel an einer regulierten Markt zugelassen werden. Die Richtlinie regelt nicht explizit, wer den Prospekt veröffentlichen muss, fordert jedoch, dass derjenige, der für die Informationen verantwortlich ist, im Prospekt genannt wird. Veröffentlicht werden darf der Prospekt erst, wenn dieser von der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde genehmigt wurde (vgl. insb. Art. 1, 3 – 6 und 13). Die Pflichten nach der Prospektrichtlinie gelten jedoch nicht uneingeschränkt:

¹⁴⁹ Mitteilung der *Kommission* an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen zur Freisetzung des Potentials von Crowdfunding in der Europäischen Union v. 27.03.2014, COM(2014) 172 final.

¹⁵⁰ ESMA/2014/1378.

¹⁵¹ Vgl. ESMA/2014/1378, S. 4.

So findet die Prospektrichtlinie nur auf übertragbare Wertpapiere i. S. d. der MiFID¹⁵² Anwendung (Art. 1 Abs. 1, Art. 2 Abs. 1 lit. a). Handelt es sich bei den im Rahmen des Crowdfunding verwendeten Instrumenten nicht um solche übertragbaren Wertpapiere, jedoch um (andere) Finanzinstrumente nach der MiFID, finden lediglich deren Transparenzpflichten Anwendung. Handelt es sich auch nicht um Finanzinstrumente, bestimmen sich alle Offenlegungspflichten nach dem jeweils anwendbaren nationalen Recht.

Darüber hinaus spielt auch die Höhe des Angebots eine Rolle. Die Prospektrichtlinie findet keine Anwendung auf Wertpapiere eines Angebots mit einem jährlichen Gesamtgegenwert von weniger als 5 Mio. EUR (Art. 1 Abs. 1 lit. h) und Wertpapierangebote mit einem jährlichen Gesamtgegenwert von weniger als 100.000 EUR sind von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts ausgenommen (Art. 3 Abs. 2 lit. e). Allerdings haben die Mitgliedsstaaten das Recht, für Angebote zwischen 100.000 EUR und 5 Mio. EUR nationale Regelungen zu erlassen.

Ausgenommen von der Prospektspflicht sind ferner Angebote, die sich ausschließlich an qualifizierte Anwender richten, wobei es sich im Wesentlichen um professionelle Kunden im Sinne der MiFID handelt (Art. 3 Abs. 2 lit. a, Art. 2 Abs. 1 lit. e).

Schließlich muss auch dann kein Prospekt erstellt werden, wenn sich ein Angebot an weniger als 150 natürliche oder juristische Personen je Mitgliedsstaat richtet, die keine qualifizierten Anleger sind (Art. 3 Abs. 2 lit. b).

Wie bereits erwähnt, können sich Offenlegungspflichten aus der MiFID ergeben, auch wenn die Prospektrichtlinie keine Anwendung findet. Diese Pflichten würden aber eher die Crowdfunding-Plattform in ihrer Eigenschaft als Wertpapierfirma als das Unternehmen in seiner Eigenschaft als Emittent der Wertpapiere treffen.¹⁵³

3.2 Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente – MiFID (2004/39/EG)

Neben der Prospektrichtlinie kommt auch die Anwendbarkeit der Finanzmarktrichtlinie MiFID in Betracht. Auch die Pflichten nach der MiFID dürften in erster Linie die Crowdfunding-Plattformen treffen, sofern diese als Wertpapierfirma zu qualifizieren sind.

¹⁵² RL 2004/39/EG.

¹⁵³ Vgl. ESMA/2014/1378, S. 13.

Fällt ein Unternehmen in den Anwendungsbereich der MiFID, bietet dies den Vorteil, dass es diejenigen Dienstleistungen bzw. Aktivitäten, für die es eine Genehmigung besitzt, ohne weitere Genehmigungsverfahren in der gesamten EU anbieten bzw. durchführen darf.

3.2.1 Finanzinstrumente

Die MiFID ist auf diejenigen Finanzinstrumente anwendbar, welche in Anhang 1, Abschnitt C der Richtlinie aufgelistet sind. Von diesen Finanzinstrumenten dürften am ehesten übertragbare Wertpapiere wie z. B. Aktien und Anleihen im Rahmen des Crowdfunding verwendet werden, wenngleich auch die Ausgabe von Anteilen an Organismen für gemeinsame Anlagen denkbar ist. In einigen Ländern, u. a. Österreich und Deutschland, werden jedoch im Rahmen von Crowdfunding auch Beteiligungsformen verwendet, die nicht unter den Finanzinstrumentebegriff der MiFID fallen. Dies führt dazu, dass die MiFID auf diese Plattformen nicht anwendbar ist.

Nach Art. 19 Abs. 5 der MiFID ist die Durchführung einer Angemessenheitsprüfung erforderlich, wenn andere Dienstleistungen als Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung erbracht werden. Ausnahmen hiervon sind in Art. 19 Abs. 6 der Richtlinie geregelt. Diese Ausnahmen gelten insb. für Aktien, die an einem geregelten Markt zum Handel zugelassen sind sowie für *nicht komplexe Finanzinstrumente*. Voraussetzung für das Vorliegen eines *nicht komplexen Finanzinstruments* ist u. a., dass häufig Möglichkeiten zur Veräußerung des Instruments zu Preisen bestehen, die für die Marktbeteiligten öffentlich verfügbar sind und bei denen es sich entweder um Marktpreise oder um Preise handelt, die durch emittentenunabhängige Bewertungssysteme ermittelt oder bestätigt wurden.¹⁵⁴

Da die im Rahmen des Crowfundings verwendeten Instrumente regelmäßig nicht an geregelten Märkten gehandelt werden und es für diese Instrumente keinen Zweitmarkt und nur beschränkte Möglichkeiten zum Rückkauf oder zur sonstigen Veräußerung des betreffenden Instruments gibt, sind diese als komplexe Finanzinstrumente anzusehen. Folglich haben Crowdfunding-Plattformen, welche in den Anwendungsbereich der MiFID fallen, die Pflicht, eine Angemessenheitsprüfung vorzunehmen.

¹⁵⁴ Vgl. Art. 38 der MiFID-Durchführungsrichtlinie 2006/73/EC.

3.2.2 Wertpapierdienstleistungen

Als MiFID-relevante Dienstleistung kommt für die Crowdfunding-Plattformen insbesondere die *Annahme und Übermittlung von Aufträgen* nach Anhang 1, Abschnitt A Nr. 1 der Richtlinie in Betracht. Obgleich der Begriff *Auftrag* im Rahmen der Richtlinie nicht definiert wird, ergibt sich aus der Art und Weise der Verwendung dieses Begriffs im Rahmen der Beschreibung der Wertpapierdienstleistung *Ausführung von Aufträgen*, dass dieser weit auszulegen ist.¹⁵⁵ Damit eine Plattform außerhalb des Anwendungsbereichs der MiFID bleibt, ist folglich erforderlich, dass lediglich reine Interessensbekundungen zum Erwerb einer Beteiligung gesammelt und übermittelt werden, die sich substantiell von einer Auftragserteilung unterscheiden müssen.

Denkbar ist daneben das Erbringen der Wertpapierdienstleistung *Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden* nach Anhang 1, Abschnitt A Nr. 2 der Richtlinie. Eine solche Tätigkeit liegt vor, wenn Vereinbarungen abgeschlossen werden, ein oder mehrere Finanzinstrumente im Namen von Kunden zu kaufen oder zu verkaufen. Bei den meisten Crowdfunding-Plattformen ist dies denkbar, weil diese Vereinbarungen im Auftrag der Investoren abschließen. Da eine Plattform, welche die *Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden* betreibt, sich nicht auf die Ausnahmegvorschrift nach Art. 3 MiFID berufen kann, erfolgt der Vertragsschluss zwischen Anleger und Unternehmen in der Praxis aber regelmäßig ohne Einbeziehung der Plattform.

Wie bereits gesehen, ist das Erbringen von *Anlageberatung* nach Anhang 1, Abschnitt A Nr. 5 der Richtlinie in der Regel nicht Gegenstand der Tätigkeit von Crowdfunding-Plattformen. Sollte dies doch einmal der Fall sein, wären die entsprechenden Pflichten zu erfüllen – insbesondere die Geeignetheitsprüfung nach Art. 19 Abs. 4 MiFID durchzuführen – sofern nicht die Ausnahme nach Art. 3 MiFID in Anspruch genommen werden kann¹⁵⁶.

Jedenfalls derzeit sind Crowdfunding-Plattformen auch nicht als *Betreiber eines multilateralen Handelssystems (MTF)* nach Anhang 1, Abschnitt A Nr. 8 der Richtlinie tätig. Hierfür wäre erforderlich, dass die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und

¹⁵⁵ Die Definition der Wertpapierdienstleistung „Ausführen von Aufträgen im Namen von Kunden“ in Art. 5 Abs. 5 der RL 2004/39/EG bezieht sich auf „die Tätigkeit zum Abschluss von Vereinbarungen, ein oder mehrere Finanzinstrumente im Namen von Kunden zu kaufen oder zu verkaufen“; Vgl. auch: ESMA/2014/1378, S. 16.

¹⁵⁶ Vgl. ESMA/2014/1378, S. 19.

Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Regeln zusammenführt werden.¹⁵⁷ Da die Plattformen lediglich auf dem Primärmarkt tätig sind, gibt es hier aber regelmäßig nur einen Verkäufer und mehrere Käufer.¹⁵⁸ Allerdings ist mit wachsender Beliebtheit des Crowdfunding auch damit zu rechnen, dass das Bedürfnis nach einem Sekundärmarkt wächst. Es ist also denkbar, dass Plattformen zukünftig als MTF tätig sein könnten.

3.2.3 Ausnahmen

Ausnahmen für Crowdfunding-Plattformen ergeben sich nicht aus Art. 2 MiFID, sehr wohl aber aus Art. 3 MiFID. Hiernach können die Mitgliedsstaaten beschließen, dass die MiFID nicht für Personen gilt, für die sie Herkunftsmitgliedstaat sind, und die

- nicht berechtigt sind, Gelder oder Wertpapiere von Kunden zu halten,
- nicht zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen berechtigt sind, außer zur Annahme und Übermittlung von Aufträgen sowie zur Anlageberatung,
- bei der Erbringung dieser Dienstleistung Aufträge nur an autorisierte Firmen übermitteln dürfen, deren Tätigkeiten auf nationaler Ebene geregelt sind.

3.2.4 Arten des Betriebs unter MiFID

Wenn eine Plattform in den Anwendungsbereich der MiFID fällt und auch keine Ausnahme eingreift, gibt es drei Möglichkeiten, wie diese Plattform betrieben werden kann¹⁵⁹:

- Direkt mit einer Genehmigung als Wertpapierfirma,
- betrieben durch eine Wertpapierfirma oder ein Kreditinstitut oder
- als vertraglich gebundener Vermittler einer Wertpapierfirma oder eines Kreditinstituts.

In all diesen Fällen greifen eine Vielzahl von Organisations- und Verhaltenspflichten, die zum Ziel haben, die Anleger zu schützen, Interessenkonflikte zu vermeiden und die Finanzdienstleistungsunternehmen dazu zu bewegen, im Interesse ihrer Kunden zu handeln.

¹⁵⁷ Vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 der RL 2004/39/EG.

¹⁵⁸ Vgl. ESMA/2014/1378, S. 18.

¹⁵⁹ Vgl. ESMA/2014/1378, S. 19.

3.3 Richtlinie über Systeme für die Entschädigung der Anleger (97/9/EG)

Die Richtlinie über Systeme für die Entschädigung der Anleger bietet letzteren – bis zu einem gewissen Betrag, mindestens aber 20.000 EUR (Art. 4 Abs. 1) – Zugang zu Entschädigungen, wenn eine Wertpapierfirma nicht mehr in der Lage ist, ihre finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen. Sie gilt für alle nach der MiFID autorisierten Unternehmen und verpflichtet diese, Mitglied eines Entschädigungssystems für Anleger zu sein (Art. 2 Abs. 1).

3.4 Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG)

Die Marktmissbrauchsrichtlinie dient der Verhinderung von Insiderhandel und Marktmanipulation in Bezug auf Finanzinstrumente, die an einem geregelten Markt gehandelt werden oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel an einem solchen Markt gestellt wurde (Art. 2 – 5, 9). Da die meisten im Rahmen des Crowdfundings verwendeten Instrumente derzeit nicht an einem geregelten Markt gehandelt werden, fallen sie auch nicht in den Anwendungsbereich der Richtlinie.

Dort, wo die Marktmissbrauchsrichtlinie Anwendung findet, sind insbesondere das Insiderhandelsverbot (Art. 2 und 3) und das Verbot der Marktmanipulation (Art. 5) zu beachten. Das Insiderhandelsverbot betrifft u. a. die Gesellschafter und Geschäftsleiter von Emittenten und alle Personen, die aufgrund ihrer beruflichen Tätigkeit Zugang zu Insider Informationen haben können (z. B. die Mitarbeiter der Crowdfunding-Plattform). Die Richtlinie enthält ferner Pflichten zur Veröffentlichung von Insiderinformationen (sog. Ad-hoc-Publizität, Art. 6 Abs. 1 und 2) und zur Meldung von Wertpapiergeschäften von Geschäftsleitern und diesen nahestehenden Personen in Wertpapieren des eigenen Unternehmens (sog. Directors' Dealings, Art. 6 Abs. 4).

3.5 Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (2011/61/EU)

Auch die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIF)¹⁶⁰ könnte auf Crowdfunding-Plattformen Anwendung finden. Dies kommt für solche Plattformen in Betracht, deren Modell auf einem indirekten Investment der Anleger beruht. Diese Plattformen sammeln das Kapital der Anleger in Vehikeln, die wiederum an den

¹⁶⁰ Allg. zum Regelungszweck der AIFM-Richtlinie vgl. *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (319).

Unternehmen beteiligt sind. Bei diesen Vehikeln handelt es sich regelmäßig um Zweckgesellschaften, auch Special Purpose Vehicles (SPV) genannt.

Alternativer Investmentfonds ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, und der kein Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren gemäß der Richtlinie 2009/65/EG ist (Art. 4 Abs. 1 lit. a).

Da beim Crowdfunding die Anleger die Entscheidung treffen, in welches Projekt bzw. Unternehmen Sie investieren, stellt sich die Frage, ob hierbei von einer festgelegten Anlagestrategie gesprochen werden kann. Die ESMA vertritt diesbezüglich diese Ansicht, dass ein solches Vehikel durchaus über eine, wenn auch sehr restriktive, festgelegte Anlagestrategie verfügt und somit – vorbehaltlich einer genauen Prüfung im Einzelfall – grundsätzlich als AIF angesehen werden kann.¹⁶¹

Stimmt man der ESMA in diesem Punkt zu und gelangt auf diese Weise zur grundsätzlichen Anwendbarkeit der Richtlinie, ist es allerdings möglich, dass einige der von Crowdfunding-Plattformen genutzten SPVs als Verbriefungszweckgesellschaften¹⁶² unter die Ausnahme nach Art. 2 Abs. 3 lit. g der Richtlinie fallen und daher nicht als AIF einzustufen sind. Die Ausnahme für Holdinggesellschaften nach Art. 2 Abs. 3 lit. a der Richtlinie greift hingegen nicht ein. Voraussetzung für die Inanspruchnahme der letztgenannten Befreiung wäre nämlich, dass die Gesellschaft entweder auf eigene Rechnung tätig ist und ihre Anteile zum Handel auf einem geregelten Markt in der Union zugelassen sind oder dass die Gesellschaft nicht mit dem Hauptzweck gegründet wurde, ihren Anlegern durch Veräußerung ihrer Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen eine Rendite zu verschaffen. Die Voraussetzungen beider Varianten sind bei SPVs zu Crowdfundingzwecken jedoch regelmäßig nicht erfüllt.¹⁶³

Ist die Richtlinie anwendbar, so beschränkt diese die Aktivitäten der AIF Manager auf Anlageverwaltungsfunktionen, administrative Tätigkeiten, Vertrieb und Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögenswerten des AIF (Art. 6, Anhang I). Allerdings können die Mitgliedsstaaten externen AIF Managern die Zulassung zur Erbringung bestimmter

¹⁶¹ Vgl. ESMA/2014/1378, S. 21 f.

¹⁶² Zum Begriff siehe Art. 4 Abs. 1 lit. a 2011/61/EU i. V. m. Art. 1 Abs. 2 EZB/2008/30.

¹⁶³ Vgl. ESMA/2014/1378, S. 22.

MiFID-Dienstleistungen und -nebendienstleistungen erteilen. Ist dies der Fall, benötigen die Unternehmen eine zusätzliche Genehmigung nach der MiFID.

AIF Manager unterliegen bestimmten Organisations- und Kapitalanforderungen. Ferner müssen sie über Regeln zu Interessenkonflikten, Vergütung, Risikomanagement, Anlagenbewertung und Liquiditätsmanagement verfügen (Art. 12 – 16, 19). Weiters haben sie ein Kreditinstitut, eine Wertpapierfirma oder ein vergleichbares Unternehmen als Verwahrstelle zu benennen (Art. 21) und bestimmte Informationspflichten gegenüber den Anlegern zu erfüllen (Art. 23).

3.6 *Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds (EU Nr. 345/2013)*

Für Plattformen, die AIF als Vehikel für indirekte Investitionen nutzen, könnte es attraktiv sein, den Anforderungen der Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds zu genügen. Denn für sog. qualifizierten Risikokapitalfonds nach dieser Verordnung sind die Kapitalanforderungen deutlich geringer als für AIF Manager mit einer Genehmigung nach der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds. Ferner bietet eine Qualifikation als europäischer Risikokapitalfonds die Möglichkeit, Fonds unter der Bezeichnung *EuVECA* (European Venture Capital) in der gesamten Europäischen Union zu vertreiben.

Voraussetzung für die Verwendung der Bezeichnung *EuVECA* ist insbesondere das Vorhalten einer Reihe von risikominimierenden Maßnahmen. Hierzu zählen Wohlverhaltenspflichten der Geschäftsführung, Regeln zum Umgang mit Interessenkonflikten und zur Bewertung von Vermögenswerten sowie Informationspflichten gegenüber den Anlegern (Art. 7, 9, 11 und 13). Darüber hinaus dürfen diese Fonds nur an professionelle Kunden i. S. d. der MiFID, solche Kunden, die nach der MiFID auf Antrag als professionellen Kunden behandelt werden können, sowie vergleichbare Kunden vertrieben werden (Art. 6 der Richtlinie).

3.7 *Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EU Nr. 346/2013)*

Die Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum verfolgt in Bezug auf die Manager von Fonds, die in soziale Unternehmen investieren, denselben Ansatz wie die Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds. Sie können die Bezeichnung *EuSEF*

verwenden und ebenfalls von einer europaweiten Vertriebsgenehmigung profitieren. Es gelten dieselben Beschränkungen in Bezug auf die Kunden, an welche die Fondsanteile vertrieben werden dürfen, wie für die EuVECA (Art. 6).

3.8 *Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher (2002/65/EG)*

Die Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher ist anwendbar, wenn ein Vertrag über Finanzdienstleistungen zwischen einem Anbieter (jede natürliche oder juristische Person des öffentlichen oder privaten Rechts, die im Rahmen ihrer gewerblichen oder beruflichen Tätigkeit Dienstleistungen aufgrund von Fernabsatzverträgen erbringt) und einem Verbraucher (jede natürliche Person, die bei Fernabsatzverträgen zu Zwecken handelt, die nicht ihrer gewerblichen oder beruflichen Tätigkeit zugerechnet werden können) ohne gleichzeitige körperliche Anwesenheit der Parteien zustande kommt (Art. 1 und 2). Folglich kommt die Anwendbarkeit der Richtlinie auf den Investmentvertrag zwischen dem Unternehmen und dem Anleger sowie die vertragliche Beziehung zwischen dem Anleger und der Crowdfunding-Plattform in Frage, da diese über das Internet abgeschlossen werden.

Die Richtlinie sieht Informationspflichten in Bezug auf den Anbieter, die Finanzdienstleistung, Widerrufsrechte und Rechtsbehelfe vor (Art. 3 der Richtlinie). Ferner verlangt die Richtlinie, dass dem Anleger ein 14-tägiges Widerrufsrecht gewährt wird. Dieses Widerrufsrecht gilt jedoch nicht für Finanzdienstleistungen, deren Preis auf dem Finanzmarkt Schwankungen unterliegt, auf die der Anbieter keinen Einfluss hat und die innerhalb der Widerrufsfrist auftreten können. Diese Ausnahme gilt u. a. ausdrücklich für *handelbare Wertpapiere* und *Anteile an Anlagegesellschaften* (Art. 6 Abs. 1 und 2). Werden im Rahmen des Crowdfunding keine handelbaren Wertpapiere genutzt, so ist im Einzelfall zu bewerten, ob der Preis der Instrumente auf dem Finanzmarkt den genannten Schwankungen unterliegt und die Ausnahme daher eingreift.

3.9 *Richtlinie zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung (2005/60/EG)*

Die dritte Anti-Geldwäscherichtlinie soll Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung verhindern (Art. 1). Sie ist auf Kreditinstitute und Finanzinstitute anwendbar (Art. 2 und 3 der Richtlinie). Darüber hinaus sind die Mitgliedsstaaten verpflichtet, dafür zu sorgen, dass

die Bestimmungen dieser Richtlinie ganz oder teilweise auf Berufe und Unternehmenskategorien ausgedehnt werden, die besonders geeignet sind, für Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung genutzt zu werden (Art. 4).

Die Richtlinie fordert von den betroffenen Unternehmen, Sorgfaltspflichten in Bezug auf ihre Kunden anzuwenden, für die in bestimmten Fällen Erleichterungen oder Verschärfungen gelten (Art. 6 – 13). Außerdem müssen die Unternehmen angemessene Aufzeichnungen führen und interne Prozeduren vorhalten (Art. 30 – 33). Darüber hinaus sind die Unternehmen verpflichtet, jede verdächtige Transaktion oder Aktivität an die zuständigen Behörden zu melden, Untersuchungen der zuständigen Behörden zu unterstützen und weder die Verdachtsmeldungen noch die Untersuchungen Dritten gegenüber offenzulegen (Art. 20 – 24, 26 und 28). Über diese Regelungen hinaus können die Mitgliedsstaaten noch strengere Regelungen vorsehen (Art. 5).

Da die meisten Plattformen derzeit außerhalb des Anwendungsbereichs der MiFID operieren, unterfallen diese nicht automatisch den Regelungen der dritten Anti-Geldwäscherichtlinie. Einige Crowdfunding-Plattformen könnten aber dennoch betroffen sein, weil die der Begriff *Finanzinstitut* auch Unternehmen umfasst, die das Geldtransfersgeschäft, das Emissionsgeschäft und im Zusammenhang mit diesem stehende Dienstleistungen sowie das Depotgeschäft betreiben.¹⁶⁴

¹⁶⁴ Vgl. ESMA/2014/1378, S. 26 f.

4 Aufsichtsrechtlicher Rechtsrahmen für Crowdfunding in Österreich und Deutschland

Ausgehend vom unionsrechtlichen Rahmen, haben die einzelnen Mitgliedsstaaten der EU eigene aufsichtsrechtliche Regelungen für die Finanzmärkte erlassen. Diese Pflichten können sowohl die kapitalsuchenden Unternehmen als auch die Crowdfunding-Plattformen treffen.

Anders als auf europäischer Ebene der Fall, haben Österreich und Deutschland dabei in letzter Zeit Gesetze (auch) mit Blick auf das Crowdfunding erlassen. In Österreich hat sich der Gesetzgeber dafür entschieden, mit dem Alternativfinanzierungsgesetz ein eigenes Gesetz für die Finanzierung von Unternehmen durch sog. alternative Finanzinstrumente zu erlassen um damit Unternehmen eine einfache und kostengünstige Finanzierung zu ermöglichen und zugleich ein Mindestmaß an Transparenz- und Anlegerschutzanforderungen zu gewährleisten.¹⁶⁵ In Deutschland wurde hingegen mit dem Kleinanlegerschutzgesetzes ein Artikelgesetz erlassen, mit dem ausschließlich bereits bestehende Gesetze geändert wurden. Erleichterungen für Unternehmen, die über sog. *Schwarmfinanzierungen* Mittel für ihre Tätigkeit einwerben wollen, sind in diesem Zuge in das Vermögensanlagegesetz eingeführt worden. Eine Vielzahl von Vorschriften, die beim Crowdfunding (potentiell) relevant sind, findet sich jedoch in beiden Ländern nach wie vor in anderen Gesetzen. Im Folgenden sollen die rechtlichen Regelungen in Österreich und Deutschland dargestellt und miteinander verglichen werden.

4.1 Pflichten der kapitalsuchenden Unternehmen

4.1.1.1 Prospektpflicht

Als aufsichtsrechtliche Pflicht der kapitalsuchenden Unternehmen kommt beim Crowdfunding in der Variante des Crwodinvestings die Pflicht in Betracht, für die herausgegebenen Finanzinstrumente einen Prospekt zu erstellen.

Die Prospektpflicht ist in Österreich in § 2 Abs. 1 i. V. m. § 1 Abs. 1 Z 1 KMG für das öffentliche Angebot von Wertpapiere und Veranlagungen geregelt. In Deutschland schreibt § 3 Abs. 2 dWpPG eine Prospektpflicht für das öffentliche Angebot von Wertpapieren und § 6 dVermAnlG für das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen vor.

¹⁶⁵ Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 1.

1.1.1.1 Wertpapiere

Die Wertpapierbegriffe¹⁶⁶ in § 1 Abs.1 Z 4 KMG und § 2 Nr. 1 dWpPG sind inhaltlich deckungsgleich. Beide umfassen übertragbare Wertpapiere nach Art. 4 Abs. 1 Z 18 der RL 2004/39/EG, die am Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten mit einer Laufzeit von weniger als zwölf Monaten.

Erfasst werden somit beispielsweise Aktien, (verbriefte) Schuldverschreibungen und alle sonstigen Papiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen. Zu beachten ist, dass nur diejenigen Schuldverschreibungen vom Wertpapierbegriff des dWpPG und KMG erfasst werden, deren Emissionsbedingungen eine Kapitalrückzahlung garantieren. Dies folgt aus Art. 8 Abs. 2 und Art. 16 Abs. 2 der Prospektverordnung¹⁶⁷.

Im Bereich des Crowdfunding trifft dies unproblematisch auf solche Modelle zu, bei denen etwa *Aktien* oder *Unternehmensanleihen* begeben werden. Bei der Ausgabe von Genussscheinen hingegen kommt es auf deren konkrete Ausgestaltung an, ob diese unter den Wertpapierbegriff fallen.¹⁶⁸ Denn *Genussscheine* sind zwar Schuldverschreibungen,¹⁶⁹ aber nur dann auch Wertpapiere, wenn sie als Inhaber- oder (gekorene) Orderpapiere,¹⁷⁰ nicht aber, wenn sie als Namenspapiere ohne Orderklausel ausgestaltet sind.¹⁷¹ Stille Beteiligungen und Darlehen werden hingegen nicht vom Wertpapierbegriff erfasst. Dies liegt darin begründet, dass ihre Übertragbarkeit zumeist ausgeschlossen ist und sie zudem nicht am Markt gehandelt werden können.¹⁷²

Um die Anwendbarkeit des KMG bzw. dWpPG für die betroffenen Beteiligungsformen auszuschließen, bliebe nur, diese als Inhaberpapiere mit einer Laufzeit von weniger als 12 Monaten auszugestalten. Insbesondere aufgrund der zumeist mehrjährigen Mindestlaufzeiten beim Crowdfunding dürfte ein solches Vorgehen für die meisten Unternehmen jedoch wenig praktikabel sein.¹⁷³

¹⁶⁶ Allg. zum Wertpapierbegriff vgl. *Aicher/Schuhmacher*, in: Krejci, Unternehmensrecht, S. 547 ff.

¹⁶⁷ VO (EG) 809/2004.

¹⁶⁸ Vgl. *Brandl/Toman* in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 159.

¹⁶⁹ Vgl. *Roth*, Wertpapierrecht, S. 154 f.

¹⁷⁰ Vgl. *Zib/Russ/Lorenz*, KMG, § 1 Rn. 50.

¹⁷¹ Vgl. *Enzi*, ZFR 2007, 138 (139).

¹⁷² Vgl. *Weitnauer/Parzinger*, GWR 2013, 153 (154).

¹⁷³ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 159.

1.1.1.2 Veranlagungen

Veranlagungen wurden vom österreichischen Gesetzgeber als Auffangtatbestand mit dem Ziel in das KMG aufgenommen, auch den sogenannten *grauen Kapitalmarkt* zu erfassen. Dieser umfasst jene Finanzierungsformen, die ein breites Publikum ansprechen, ohne in Wertpapieren verbrieft zu sein.¹⁷⁴

Nach § 1 Abs.1 Z 3 KMG handelt es sich bei Veranlagungen um „*Vermögensrechte, über die keine Wertpapiere ausgegeben werden, aus der direkten oder indirekten Investition von Kapital mehrerer Anleger auf deren gemeinsame Rechnung und gemeinsames Risiko oder auf gemeinsame Rechnung und gemeinsames Risiko mit dem Emittenten, sofern die Verwaltung des investierten Kapitals nicht durch die Anleger selbst erfolgt; unter Veranlagungen im Sinne dieses Bundesgesetzes sind auch alle vertretbaren, verbrieften Rechte zu verstehen, die nicht in Z 4 [Anm. d. Verf.: Hierbei handelt es sich um Wertpapiere] genannt sind; Geldmarktinstrumente mit einer Laufzeit von weniger als zwölf Monaten unterliegen nicht der Prospektpflicht gemäß § 2.*“

Die Intention des Gesetzgebers war vor allem, die nach seinem Verständnis gebräuchlichsten Veranlagungsformen zu regeln, namentlich die Investitionen in Publikums-Kommanditgesellschaften und stille Beteiligungen.¹⁷⁵

Diesem gesetzgeberischen Verständnis folgend, wird deutlich, dass grundsätzlich auch Crowdfunding-Modelle durch das KMG erfasst werden. Denn Verbriefungen sind beim Crowdfunding die Ausnahme und sein Ziel ist die Kapitalgenerierung von einem breiten Publikum.¹⁷⁶ Hinzu tritt, dass mehrere Anleger direkt oder indirekt das Risiko der Investition selbst tragen. Die Verwaltung des Kapitals erfolgt zudem nicht durch die Anleger selbst und die Laufzeit der Anlagen ist in der Regel länger als 12 Monate.¹⁷⁷

Als problematisch erweist sich jedoch die Einordnung qualifizierter Nachrangdarlehen. Während die FMA die Qualifikation als Veranlagungen zunächst mangels Risikogemeinschaft der Anleger und weil kein von einer Gemeinschaft zu erwartender Gewinn als Zweck dieser Veranlagung vorliege, ablehnte,¹⁷⁸ ist sie mittlerweile von diesem

¹⁷⁴ Vgl. *Kalss/Oppitz*, ÖBA 1994, 350 (359).

¹⁷⁵ Vgl. ErläutRV 147 BlgNR 18. GP, S. 18.

¹⁷⁶ Vgl. *Brandl/Toman* in: *Saria/Stocker*, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 159.

¹⁷⁷ Vgl. *Brandl/Toman* in: *Saria/Stocker*, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 159.

¹⁷⁸ Vgl. *FMA*, Allgemeine Information zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand November 2013), S. 6.

Standpunkt abgerückt. Ihrer Ansicht nach können qualifizierte Nachrangdarlehen im Einzelfall als Veranlagungen zu qualifizieren sein.¹⁷⁹ Gründe für diese Auffassung oder eine allgemeingültige Aussage, die zur Rechtssicherheit beitragen würde, bleibt die FMA allerdings schuldig.¹⁸⁰

Aufgrund der Voraussetzung der Vergemeinschaftung der beteiligten Personen erscheint die ehemalige Auffassung der FMA wesentlich plausibler.¹⁸¹ Erforderlich für das Vorliegen eines öffentlichen Angebots ist nach dem KMG eine Gemeinschaft schuldrechtlicher oder gesellschaftlicher Art.¹⁸² Deswegen lassen sich solche Forderungsrechte nicht unter den Veranlagungsbegriff subsumieren, die keinerlei gemeinsamen Bezug aufweisen.¹⁸³ Dies bringt der Gesetzgeber auch in den erläuternden Bemerkungen zum Ausdruck, indem er Finanzterminkontrakte als nicht vom Veranlagungsbegriff erfasst ansieht.¹⁸⁴ Die nachrangige Ausgestaltung von qualifizierten Nachrangdarlehen ändert jedoch nichts daran, dass die Anleger jeder für sich über ein singuläres Forderungsrecht verfügen.¹⁸⁵ Daher ist die aktuelle Einordnung der qualifizierten Nachrangdarlehen durch die FMA als Veranlagungen wenig überzeugend.¹⁸⁶

Das sich qualifizierte Nachrangdarlehen nur schwer unter den Veranlagungsbegriff des § 1 Abs. 1 Z 3 KMG subsumieren lassen, wird darüber hinaus auch bei einem Vergleich mit dem Fondsgeschäft deutlich. Letzteres zeichnet sich dadurch aus, dass für den einzelnen Anleger möglichst hohe Erträge oder Wertsteigerungen bei gleichzeitiger Senkung des Risikos erzielt werden sollen.¹⁸⁷ Hinsichtlich der Durchsetzung ihres Rechts können die Anteilshaber dabei nur gemeinschaftlich gegen die Kapitalanlagegesellschaft vorgehen.¹⁸⁸ Der Grund hierfür ist nach der herrschenden Ansicht¹⁸⁹, dass es sich bei ihren Forderungen um Gesamthandforderungen nach § 848 ABGB handelt. Eine eigenständige Forderungsdurchsetzung des einzelnen Anlegers ist nicht möglich.¹⁹⁰ Dagegen kann bei

¹⁷⁹ Vgl. *FMA*, Allgemeine Informationen zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014), S. 6.

¹⁸⁰ Vgl. *Brandl/Toman* in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 159.

¹⁸¹ Vgl. *Brandl/Toman* in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 160.

¹⁸² Vgl. RIS-Justiz RS0127765.

¹⁸³ Vgl. *Kalls/Opitz*, ÖBA 1994, 350 (358).

¹⁸⁴ Vgl. ErläutRV 147 BlgNR18. GP 18.

¹⁸⁵ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 161.

¹⁸⁶ So auch *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 161.

¹⁸⁷ Vgl. *Kalls/Opitz*, ÖBA 1994, 350 (359).

¹⁸⁸ Vgl. OGH 03.04.2008, I Ob 43/08t.

¹⁸⁹ Vgl. *Koziol/Opitz*, in: Apathy/Iro/Koziol, Bankvertragsrecht VI, 3/142, m. w. N.

¹⁹⁰ Vgl. *Sailer*, in: KBB, § 848 Rn. 1 f., m. w. N.; *Gammerith*, in: Rummel, ABGB I, § 848 Rn. 5, m. w. N.

einem qualifizierten Nachrangdarlehen jeder einzelne Anleger – trotz des gemeinsamen Geschäftsmodells und Risikos – seine Ansprüche unabhängig von den übrigen Anlegern geltend machen.¹⁹¹

Allerdings lässt sich ein starkes Argument für die Qualifikation von Nachrangdarlehen als Veranlagungen daraus ableiten, dass der Gesetzgeber in § 5 Abs. 1 Satz 1 des neuen Alternativfinanzierungsgesetzes die Berechtigung von Betreibern von Internetplattformen zur Vermittlung von alternativen Finanzinstrumenten (§ 2 Z 2 AltFG) im Fall der Vermittlung von Veranlagungen an das Vorliegen einer Berechtigung nach § 94 Z 75 GewO und im Fall der Vermittlung solcher alternativer Finanzinstrumente, welche von § 1 Z 6 WAG erfasst werden, an das Vorliegen einer Konzession nach § 4 Abs. 1 WAG knüpft. Würde man eine Einordnung der Nachrangdarlehen als Veranlagungen ablehnen, würde es sich dabei um das einzige Finanzinstrument handeln, für dessen Vermittlung überhaupt keine Konzession erforderlich wäre. Es muss stark bezweifelt werden, dass dies vom Gesetzgeber bezweckt war, da eine deutliche Schwächung des Anlegerschutzes gerade bei einer der beliebtesten Crowdfunding-Beteiligungsformen die Folge wäre. Daher ist davon auszugehen, dass Nachrangdarlehen grundsätzlich dem Veranlagungsbegriff unterfallen.

1.1.1.3 Vermögensanlagen

Auch der deutsche Gesetzgeber verfolgte das Ziel einer effizienteren Regulierung des *grauen Kapitalmarkts*.¹⁹² Anders als in Österreich entschied man sich in Deutschland jedoch gegen eine Erweiterung des dWpPG, sondern führte mit dem zum 01.06.2012 in Kraft getretenen Vermögensanlagengesetz u. a. eine eigene Prospektpflicht für *Vermögensanlagen* ein.¹⁹³

Der Begriff der Vermögensanlagen ist in § 1 Abs. 2 dVermAnlG definiert. Im Zeitpunkt des Inkrafttretens des Gesetzes umfasste dieser *„nicht in Wertpapieren im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes verbrieft*

1. *Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren,*
2. *Anteile an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen),*
3. *Anteile an sonstigen geschlossenen Fonds,*

¹⁹¹ Vgl. *Brandl/Toman*, in: *Saria/Stocker*, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 161.

¹⁹² Vgl. dBT-DrS. 17/6051, S. 1.

¹⁹³ Vgl. dBT-DrS. 17/6051, S. 1.

4. *Genussrechte und*
5. *Namenschuldverschreibungen.*“

Der Umstand, dass stille Beteiligungen und Genussrechte nun als Vermögensanlagen den dVermAnlG unterfielen dürfte der maßgebliche Grund dafür gewesen sein, dass diese Beteiligungsformen beim Crowdfunding in der Folge zunehmend durch das partiarische Nachrangdarlehen verdrängt wurden.¹⁹⁴ Dieses zählte nicht zu den Vermögensanlagen, stellte insbesondere keinen Anteil nach Nr. 1 dar. Hierfür sprach insbesondere, dass in der Regierungsbegründung zum dAnSVG zu § 8f Abs. 1 VerkProspG – der wortgleichen Vorgängervorschrift zu § 1 Abs. 2 dVermAnlG¹⁹⁵ – ausdrücklich ausgeführt wurde: „Nicht erfasst werden partiarische Darlehen“¹⁹⁶. Eine Begründung für die Ausnahme der partiarischen Darlehen liefert die Regierungsbegründung nicht. *Nietsch/Eberle* mutmaßten, dass der Grund entweder darin bestehen könne, dass partiarische Darlehen, anders als stille Beteiligungen, keine Verlustbeteiligung vorsehen, oder darin, dass der Hauptanwendungsbereich des partiarischen (Nachrang-)Darlehens, bei Erlass des dAnSVG in der mehrstufigen Unternehmensfinanzierung lag.¹⁹⁷ Dort habe der Gesetzgeber wohl keinen Schutzbedarf für Privatanleger gesehen.¹⁹⁸ Dass allerdings der Zweck des dVermAnlG im Jahr 2013 noch dadurch gefördert werde, dass partiarische Darlehen von dessen Anwendungsbereich ausgenommen werden, haben *Nietsch/Eberle* bezweifelt¹⁹⁹ und die Einbeziehung der partiarischen Darlehen in den Anwendungsbereich des dVermAnlG gefordert.²⁰⁰

Dieser Ansicht war offenbar auch der deutsche Gesetzgeber und hat den Katalog des § 1 Abs. 2 dVermAnlG durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 22.05.2015 erweitert. Ziel des Gesetzes ist es, den Schutz des Verbrauchers vor unseriösen und intransparenten Finanzprodukten und finanziellen Schäden weiter zu erhöhen.²⁰¹ Seit Inkrafttreten der entsprechenden Regelungen umfasst der Begriff der Vermögensanlagen nun auch *partiarische Darlehen* (neue Nr. 3), *Nachrangdarlehen* (eingeschoben als neue Nr. 4) und *sonstige Anlagen, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im*

¹⁹⁴ Vgl. *Dörner*, AssCompact, Oktober 2012, 7 (8).

¹⁹⁵ Vgl. dBT-DrS. 11/6340, S. 1.

¹⁹⁶ dBT-DrS. 15/3174, S. 42.

¹⁹⁷ Vgl. *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1792 f.).

¹⁹⁸ Vgl. *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1792 f.).

¹⁹⁹ Vgl. *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1792 f.).

²⁰⁰ So u. a. *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1793 f.).

²⁰¹ Vgl. *Roth*, GWR 2015, 243 (243).

Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln (Nr. 7). Die *Anteile an sonstigen geschlossenen Fonds* (alte Nr. 3) waren bereits durch das AIFM-Umsetzungsgesetz vom 04.07.2013 gestrichen und dem Regime des dKAGB unterworfen worden.

Zusätzlich wurde durch das Kleinanlegerschutzgesetz geregelt, dass die meisten Vermögensanlagen eine Laufzeit von mindestens 24 Monaten ab dem Zeitpunkt des erstmaligen Erwerbs sowie eine ordentliche Kündigungsfrist von mindestens sechs Monaten vorsehen müssen (§ 5a dVermAnlG) und dass Vermögensanlagen, die eine Nachschusspflicht vorsehen, im Inland weder öffentlich angeboten, noch vertrieben werden dürfen (§ 5b dVermAnlG).

1.1.1.4 Öffentliches Angebot

Gemeinsam ist den Prospektpflichten in Österreich und Deutschland, dass diese nur für den Fall eines öffentlichen Angebots der Finanzinstrumente gelten.

Die Definitionen des öffentlichen Angebots in § 1 Abs. 1 Z Satz 1 des KMG und § 2 Nr. 4 dWpPG sind, bei leichten sprachlichen Unterschieden, inhaltlich deckungsgleich. Demnach handelt es sich bei einem öffentlichen Angebot um *eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden.*

Dabei kommt es nicht auf den zivilrechtlichen Angebotsbegriff nach § 862 ABGB bzw. § 145 dBGB an.²⁰² „Erfasst ist einerseits nur ein Angebot zum *Verkauf* von Wertpapieren, andererseits aber bereits die *invitatio ad offerendum*, also die Aufforderung zur Abgabe von Erwerbsangeboten. Dabei genügt jede Mitteilung an das Publikum, ungeachtet der Form, Art und Weise.“²⁰³ *Öffentlich* ist das Angebot dann, wenn es sich *an das Publikum* richtet. Der Begriff des Publikums ist nicht legaldefiniert. Er erfordert jedoch dem Wortsinn nach einen nicht eingrenzbaeren Personenkreis (qualitative Abgrenzung).²⁰⁴

²⁰² Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach, KMRK, § 2 WpPG Rn. 15.

²⁰³ Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach, KMRK, § 2 WpPG Rn. 15.

²⁰⁴ Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelbach, KMRK, § 2 WpPG Rn. 21; a. A. Schnorbus, AG 2008, 389 (395).

Beim Crowdfunding bedienen sich die kapitalsuchenden Unternehmen einer Internetplattform, um das Kapital von Investoren einzusammeln. Das Unternehmen macht dabei deutlich, dass es ein bestimmtes Projekt finanzieren möchte und gibt zu diesem Zweck das Angebot ab, dass sich Dritte mit einem fixen Betrag an diesem Projekt beteiligen können.²⁰⁵ Eine Mitteilung liegt somit vor.

Fraglich ist, ob es sich bei diesem Vertriebsweg auch um einen *öffentlichen* handelt. Dagegen spricht, dass sich die Angebote der Plattformen nur an Nutzer richten, die sich zuvor registriert haben. Somit bleibt der Kreis der Adressaten überschaubar. Für ein öffentliches Angebot spricht wiederum, dass der Nutzerkreis durch die Plattform nicht aktiv gesteuert wird (vielmehr kann sich jeder kostenfrei registrieren) und auch das Unternehmen selbst, welches ja der Prospektspflicht unterworfen wäre, keinerlei Einfluss auf den Nutzerkreis der Plattform hat. Weiters erfolgt das Zustandekommen des Beteiligungsvertrags allein nach dem Windhundprinzip und ist nur vom Erreichen der Fundingschwelle als einziger Bedingung abhängig. Schließlich spricht auch die Nutzung des Mediums *Internet* nicht gegen eine Einordnung als öffentliches Angebot, da die entsprechenden Gesetze ausdrücklich sämtliche denkbaren Varianten der Mitteilung an das Publikum erfassen.²⁰⁶ Nach alledem streiten die besseren Argumente dafür, im Vertrieb von Beteiligungen über Crowdfunding-Plattformen eine *öffentliche* Mitteilung zu erblicken.

Schließlich müsste das Angebot *ausreichende Informationen* über das Angebot selbst und die jeweilige Beteiligungsart beinhalten. Diesem Erfordernis werden die Unternehmen regelmäßig genügen. So stellen sie den potenziellen Anlegern neben den für den Vertragsschluss notwendigen *essentialia negotii* auch umfangreiche Informationen zum Projekt und ihrem Geschäftsmodell auf den Internetplattformen zur Verfügung.

Aus den inhaltlichen Anforderungen an die Information der Anleger lässt sich zudem schlussfolgern, dass nur solche Crowdfunding-Projekte unter das KMG fallen, die entgeltlich vorgenommen werden. Dazu äußerte sich auch bereits das CESR, der Vorgänger der ESMA, in seinen *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members* aus dem Jahr 2010 wie folgt:

²⁰⁵ Vgl. *Brandl/Toman* in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 157.

²⁰⁶ Zum KMG vgl. *Gruber*, ZFR 2007, 22 (25).

„CESR considers that where securities are generally allotted free of charge no prospectus should be required [...].“²⁰⁷

Nur solche Varianten des Crowdfunding, die entgeltlich erfolgen unterliegen mithin der Prospektspflicht des KMG.²⁰⁸ Wenn im Rahmen von Crowdfunding Finanzinstrumente begeben werden, so dienen sie der Finanzierung des Unternehmens und werden daher regelmäßig entgeltlich abgegeben. Daher dürfte diesem Kriterium in der Praxis keine große Bedeutung zukommen.

Nach alledem sind die Darstellungen der Projekte auf den Crowdfunding-Plattformen als öffentliches Angebot i. S. d. KMG, dWpPG und dVermAnlG anzusehen.

4.1.1.2 Ausnahmen und Befreiungen

Nicht in allen Fällen, in denen ein öffentliches Angebot vorliegt, besteht auch tatsächlich die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts. So sehen § 3 KMG, § 3 dWpPG und die §§ 2, 2a, 2b und 2c dVermAnlG Ausnahmen von der Prospektspflicht vor, von denen einige auch für das Crowdfunding in Betracht kommen.²⁰⁹

4.1.1.2.1. Ausnahmen für Angebote an einen begrenzten Personenkreis

Eine Ausnahmeregelung, die für das Crowdfunding von Bedeutung sein kann, ist die des § 3 Abs.1 Z 14 KMG bzw. § 3 Abs. 2 Nr. 2 dWpPG. Demnach besteht keine Prospektspflicht, wenn sich ein Angebot an weniger als 150 natürliche oder juristische Personen pro EWR-Vertragsstaat richtet, die nicht als qualifizierte Anleger im Sinne des § 1 Abs. 5a KMG gelten. Eine vergleichbare Ausnahme findet sich in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a dVermAnlG für Angebote, bei denen von derselben Vermögensanlage nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden.

Praktische Bedeutung dürften diese Ausnahmen allerdings eher bei sehr kleinen Projekten oder Finanzierungen im Bekannten- oder Familienkreis haben, denn die typischen Crowdfunding Angebote richten sich nicht an einen zahlenmäßig limitierten Personenkreis.²¹⁰

²⁰⁷ FAQ der CESR, CESR/10-830, 09.07.2010, S. 7 Q 6.

²⁰⁸ Vgl. Zib/Russ/Lorenz, KMG § 1 Rn. 20.

²⁰⁹ Vgl. Zib/Russ/Lorenz, KMG § 1 Rn. 20.

²¹⁰ Vgl. Zib/Russ/Lorenz, KMG § 1 Rn. 20.

4.1.1.2.2. Ausnahmen für Angebote an Großanleger

Weiters muss nach § 3 Abs. 1 Z 9 KMG und § 3 Abs. 2 Nr. 3 und 4 dWpPG auch bei einem Angebot von Wertpapieren oder Veranlagungen (in Österreich) bzw. Wertpapieren (in Deutschland), das sich an Anleger richtet, die bei jedem gesonderten Angebot Wertpapiere oder Veranlagungen ab einem Mindestbetrag von 100.000 EUR pro Anleger erwerben sowie bei einem Angebot von Wertpapieren oder Veranlagungen mit einer Mindeststückelung von 100.000 EUR, kein Prospekt erstellt werden. Nach § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. c dVermAnlG ist ein Prospekt bei Angeboten entbehrlich, bei denen der Preis jedes angebotenen Anteils einer Vermögensanlage mindestens 200.000 EUR je Anleger beträgt.

Im Rahmen des Crowdfundings, bei dem typischerweise viele kleine Beträge von vielen Anlegern eingesammelt werden, dürfte diese Ausnahme keine allzu große Rolle spielen. Derart hohe Beteiligungen dürften eher durch Private-Equity-Firmen und Business Angels eingegangen werden.

4.1.1.2.3. Ausnahmen für betragsmäßig begrenzte Angebote

Gemäß § 3 Abs. 1 Z 10 KMG, § 3 Abs. 2 Nr. 5 dWpPG und § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b dVermAnlG entfällt jeweils die Prospektspflicht, wenn der Gesamtgegenwert von in der Union angebotenen Wertpapieren oder Veranlagungen bzw. Vermögensanlagen innerhalb von zwölf Monaten die Obergrenze von 250.000 EUR in Österreich bzw. 100.000 EUR in Deutschland nicht übersteigt. Die Grenze für diese Ausnahme lag ursprünglich auch in Österreich bei 100.000 EUR. Der Gesetzgeber hat die Anhebung des Gesamtgegenwerts erst kürzlich vorgenommen und zur Begründung ausgeführt, die Größenordnung sei kapitalmarktfern und die Erstellung eines Prospekts daher nicht wirtschaftlich.²¹¹ Dies wird teilweise dahingehend gedeutet, dass sich der Gesetzgeber der Schwierigkeiten bewusst ist, welche durch die Vorschriften und Ausnahmeregelungen des KMG beim Crowdfunding entstehen.²¹²

4.1.1.2.4. Ausnahmen für Schwarmfinanzierungen

Ergänzend zu der Ausnahme in § 3 Abs. 1 Z 10 KMG ist mit dem Inkrafttreten des AltFG mit Z 10a eine neue Ausnahmeregelung in das KMG eingeführt worden. Demnach muss abweichend von Z 10 für ein Angebot von Wertpapieren oder Veranlagungen kein

²¹¹ ErläutRV 2401 BlgNR 24. GP 30.

²¹² So *Gruber*, ZFR 2013, 341 (341).

Prospekt erstellt werden, wenn der Gesamtgegenwert in der Union weniger als 1,5 Mio. EUR beträgt und dieses Angebot in den Anwendungsbereich des AltFG fällt. Dieser Ausnahme von der Prospektspflicht entspricht in Deutschland in etwa die durch das Kleinanlegerschutzgesetz nachträglich in das dVermAnlG eingefügte Befreiungsvorschrift des § 2a Abs. 1 dVermAnlG. Demnach muss für bestimmte Vermögensanlagen kein Prospekt erstellt werden, wenn der Verkaufspreis sämtlicher vom Anbieter angebotenen Vermögensanlagen desselben Emittenten 2,5 Mio. EUR nicht übersteigt.

Das Alternativfinanzierungsgesetz wurde am 7. Juli 2015 vom Nationalrat beschlossen und ist am 1. September 2015 in Kraft getreten. Es tritt neben die bereits bestehenden aufsichtsrechtlichen Regelungen und bildet einen speziellen Rechtsrahmen für alternative Finanzierungsmodelle, insbesondere auch für das Crowdfunding.²¹³

Das Ziel des AltFG besteht unter anderem darin, eine bedarfsgerechte Finanzierung für Unternehmen sicherzustellen.²¹⁴ Hierzu gehört der Ausbau alternativer Finanzierungen und die Schaffung eines „attraktiven Rechtsrahmens zur Verbesserung von Crowdfunding- und Bürgerbeteiligungsmodellen“.²¹⁵ Im Fokus stehen dabei vor allem die Bedürfnisse neu gegründeter und innovativer Unternehmen sowie von Projekten im Rahmen von Bürgerbeteiligungsmodellen.²¹⁶ Ferner soll mit den Regelungen ein Mindestmaß an Anlegerschutz sichergestellt werden.²¹⁷ Um diese Ziele zu erreichen enthält das AltFG Vorschriften in Bezug auf die Emittenten von alternativen Finanzinstrumenten sowie in Bezug auf Internetplattformen, über welche alternative Finanzinstrumente vertrieben werden.

Auf der Grundlage des AltFG können kleine und mittlere Unternehmen i. S. d. § 2 Z 1 AltFG²¹⁸, die nicht nach dem BWG, dem WAG, dem AIFMG, dem ZaDiG, dem VAG oder dem E-Geldgesetz konzessioniert sind,²¹⁹ unter bestimmten Voraussetzungen alternative Finanzinstrumente begeben, ohne verpflichtet zu sein, einen Prospekt zu veröffentlichen,

²¹³ Vgl. auch die Information zum Alternativfinanzierungsgesetz auf der Webseite der FMA: <https://www.fma.gv.at/de/unternehmen/emittenten/prospektbilligung/alternativfinanzierungsgesetz.html> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

²¹⁴ Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 1.

²¹⁵ 116/ME 25. GP Erläut 1.

²¹⁶ Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 1.

²¹⁷ Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 1.

²¹⁸ Unternehmen i. S. d. Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), ABl. Nr. L 124/36.

²¹⁹ Grund hierfür ist, dass nicht in die Regulierung von Bankgeschäften eingegriffen werden sollte, vgl. 116/ME 25. GP Erläut 3.

wenn sie dadurch unmittelbar für ihre operative Tätigkeit Gelder einsammeln und zu diesem Zweck ein öffentliches Angebot an 150 oder mehr Anleger im Sinne des § 1 Abs. 1 Z 1 KMG abgeben.

Dass nur solche Emittenten den Regelungen des AltFG unterliegen, deren Angebot an 150 oder mehr Personen ergeht, liegt – so der Gesetzgeber in seinen Erläuterungen – darin begründet, dass unterhalb dieser Schwelle keine gleichgelagerten Informations- und Schutzbedürfnisse der Anleger mehr bestünden, wie dies beim Crowdfinancing der Fall sei.²²⁰ Hierbei hatte der Gesetzgeber insbesondere Finanzierungen im Bekannten- oder Familienkreis im Blick. Das Erfordernis, dass das gesammelte Kapital unmittelbar in eine operative Tätigkeit fließen muss, dient dem Ausschluss der Anwendbarkeit des AIFMG.²²¹

Der Begriff der alternativen Finanzinstrumente ist in § 2 Z 2 AltFG definiert und umfasst *Aktien, Anleihen, Geschäftsanteile an Kapitalgesellschaften und Genossenschaften, Genussrechte, stille Beteiligungen und Nachrangdarlehen, wobei diese, ausgenommen bei Anleihen, keinen unbedingten Rückzahlungsanspruch gewähren dürfen, und, sofern es sich nicht um ein Angebot von Geschäftsanteilen an einer Genossenschaft handelt, keine Verpflichtung zur Leistung eines Nachschusses beinhalten dürfen; die gesetzlichen Bestimmungen über die Unwirksamkeit von Vertragsklauseln bleiben unberührt*“.

Das Erfordernis eines unbedingten Rückzahlungsanspruchs wurde aufgenommen, um nicht in den Anwendungsbereich des Einlagengeschäfts einzugreifen.²²² Die Erklärung, dass die gesetzlichen Bestimmungen über die Unwirksamkeit von Vertragsklauseln unberührt bleiben, dient dem Ausschluss herkömmlicher Darlehen aus dem Begriff der alternativen Finanzinstrumente. Denn bei letzteren besteht nach Ablauf der Vertragsdauer jedenfalls ein bürgerlich-rechtlicher Anspruch auf Rückzahlung der Darlehensvaluta.²²³ Soweit die Finanzinstrumente auch dem WAG unterliegen, sind dessen Vorschriften neben denen des AltFG anwendbar.

Hinsichtlich der Befreiung von der Prospektpflicht sind die Betragsgrenzen nach § 3 AltFG zu beachten. Demnach sind nur solche Emissionen befreit, die einen Gesamtwert von 1,5

²²⁰ Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 3.

²²¹ Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 3.

²²² Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 3.

²²³ Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 3.

Mio. EUR nicht erreichen oder übersteigen und bei denen der einzelnen Anleger innerhalb von zwölf Monaten maximal 5.000 EUR investiert. Diese Grenze je Anleger kann bei bestimmten Anlegern oder juristischen Personen entfallen, oder wenn der Anleger zuvor dem Prüfer der vom Emittenten bereitzustellenden Informationen gemäß § 4 Abs. 9 AltFG oder dem Betreiber der Internetplattform entweder die Auskunft erteilt, dass er

1. höchstens das Doppelte seines durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens über zwölf Monate gerechnet, oder
2. maximal zehn Prozent seines Finanzanlagevermögens investiert.

Nach § 4 AltFG bestehen für Emissionen mit einem Gesamtwert von bis zu 100.000 EUR weder Prospekt- noch sonstige Informationspflichten. Wird diese Grenze überschritten, sieht das AltFG vor, dass für Emissionen von Aktien oder Anleihen bis zu einem Gesamtwert von 250.000 EUR sowie von sonstigen alternativen Finanzinstrumenten mit einem Gesamtwert von bis zu 1,5 Mio. EUR die Informationspflichten nach dem AltFG zu erfüllen sind.

Für Emissionen, welche die Betragsgrenzen von 250.000 EUR bzw. 1,5 Mio. EUR überschreiten, besteht die Prospektspflicht nach § 2 KMG. Jedoch kann der Prospektspflicht nach § 4 Abs. 2 AltFG bzw. § 7 Abs. 8a KMG bis zu Grenze von 5 Mio. EUR durch Erstellung eines vereinfachten Prospekts nach Schema F des Anhangs zum KMG entsprochen werden. Darüber kommt die volle Prospektspflicht zum Tragen.

Emissionen von alternativen Finanzinstrumenten sind gemäß § 3 Abs. 2 AltFG innerhalb eines Betrachtungszeitraums von sieben Jahren im Hinblick auf die Grenze für die volle Prospektspflicht von 5 Mio. EUR zusammenzurechnen. Übersteigt der ausstehende Betrag aller durch die Ausgabe alternativer Finanzinstrumente entgegengenommenen Gelder während dieser Zeit durch die Ausgabe eines neuen alternativen Finanzinstruments den Betrag von 5 Mio. EUR, besteht für die Neuemission die Prospektspflicht nach § 2 KMG.

Im Gegensatz zur Regelung in Österreich gilt die Befreiungsvorschrift des § 2a Abs. 1 dVermAnlG nur für partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen und (als Auffangtatbestand) sonstige Anlagen, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten, auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln. Darüber hinaus ist für die Inanspruchnahme der Befreiung erforderlich, dass die Vermögensanlagen ausschließlich im Wege der

Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internetdienstleistungsplattform 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, folgende Beträge nicht übersteigt:

1. 1.000 EUR,
2. 10.000 EUR, 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 EUR verfügt, oder
3. den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10.000 EUR.

Diese Prüfpflicht ist für solche Plattformen, die als Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 2 Abs. 4 dWpHG zu qualifizieren sind (z. B. die *Bergfürst AG*), in § 31 Abs. 5a dWpHG normiert. Für die Mehrheit der Plattformen, die als Anlagevermittler unter § 34f dGewO fallen dürften, besteht eine solche Verpflichtung noch nicht, da das deutsche Bundesministerium für Wirtschaft und Energie von der mit dem Kleinanlegerschutzgesetz eingeführten diesbezüglichen Verordnungsermächtigung in § 34g dGewO bislang keinen Gebrauch gemacht hat. § 2a dVermAnlG kann daher bis dato nur bei Nutzung einer Plattform zur Anwendung gelangen, die als Wertpapierdienstleistungsunternehmen tätig ist. Bei Nutzung des überwiegenden Teils der Plattformen, kommt für die Unternehmen bis zum Erlass einer entsprechenden Verordnung lediglich die Inanspruchnahme der Ausnahmen nach § 2 Abs. 1 Nr. 3 dVermAnlG in Betracht, um eine Prospektpflicht zu vermeiden.

Für das Crowdfunding dürften die zuletzt erwähnten Ausnahmen die mit Abstand relevantesten sein. Ein Teil der Crowdfunding Projekte wird bereits die 100.000 EUR bzw. 250.000 EUR Grenze nicht übersteigen. Ferner dürfte sich das Funding-Volumen der meisten Crowdfunding Projekte innerhalb der Ausnahmeregelungen des AltFG und des dVermAnlG bewegen.²²⁴

²²⁴ Vgl. *Brandl/Toman* in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 161.

4.1.1.2.5. Ausnahmen für soziale und gemeinnützige Projekte

Nur kurz erwähnt werden soll an dieser Stelle noch, dass das dVermAnlG neben den in § 2a dVermAnlG geregelten Befreiungen für Schwarmfinanzierungen in den §§ 2b und 2c Befreiungen für soziale Projekte bzw. gemeinnützige Projekte und Religionsgemeinschaften enthält. Diese Befreiungen wurden ebenfalls durch das Kleinanlegerschutzgesetz eingeführt und können möglicherweise auf bestimmte Crowdfunding-Projekte Anwendung finden.

4.1.1.3 Sonstige Informationspflichten

Wie bereits erwähnt, führt die Inanspruchnahme der Ausnahmen von der Prospektpflicht nicht dazu, dass überhaupt keine Informationspflichten bestehen, sondern lediglich dazu, dass diese reduziert werden.

In Österreich ist der Informationspflicht im Anwendungsbereich des AltFG bei solchen Emissionen, für die keine (vereinfachte) Prospektpflicht gilt, dadurch zu genügen, dass der Emittent dem Anleger ein Informationsblatt zur Verfügung stellt. Dieses Informationsblatt muss den Anforderungen des AltFG und der AltFG-InfoVO entsprechen (§ 4 Abs. 1 AltFG).

Die in dem Informationsblatt enthaltenen Informationen sind nach § 4 Abs. 9 AltFG von der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, der Rechtsanwaltskammer oder der Notariatskammer bzw. einem Mitglied einer dieser Kammern, der Wirtschaftskammer Österreich, einem Unternehmensberater oder einem Vermögensberater auf Kohärenz, Vollständigkeit und Verständlichkeit zu prüfen. Auch die Kohärenz der Vertragsbedingungen mit den Informationen gehört zum Prüfungsinhalt. Alternativ kann der Emittent jedoch auch eine Versicherung über die Prüfungsinhalte abschließen.

Verletzt der Emittent seine Informationspflicht aus § 4 Abs. 1 AltFG gegenüber einem Verbraucher i. S. d. KSchG kann dieser nach § 4 Abs. 7 Satz 1 AltFG von seinem Angebot oder dem Vertrag zurücktreten. Das Rücktrittsrecht erlischt nach § 4 Abs. 7 Satz 2 AltFG mit Ablauf von zwei Wochen nach dem Tag, an welchem Anleger die fehlenden Informationen erhalten hat und über sein Rücktrittsrecht belehrt worden ist.

Darüber hinaus enthält § 4 AltFG Pflichten des Emittenten in Bezug auf

- die Art und den Inhalt der Information an die Anleger (Abs. 4);

- die Veröffentlichung eines Jahresabschlusses und die Aktualisierung bestimmter Informationen (Abs. 3);
- Pflichten zur Geldwäscheprävention (Abs. 5), insbesondere zur Identifizierung von Anlegern (Abs. 6) sowie
- Werbevorschriften (Abs. 8).

Zuständig für die Vollziehung des AltFG sind nach § 9 AltFG die Bezirksverwaltungsbehörden (Bezirkshauptmannschaft bzw. Magistrat), nicht die FMA. Diese ist für die Emittenten und Plattformen nach dem AltFG nur dann zuständig, wenn diese nach anderen Bundesgesetzen zu beaufsichtigen sind (insbesondere wenn Wertpapiere i. S. d. WAG über die Plattform vermittelt werden). Die Bezirksverwaltungsbehörden können nach § 6 AltFG wegen Verstößen gegen die Pflichten des AltFG insbesondere Verwaltungsstrafen von bis zu 30.000 EUR verhängen.

In Deutschland besteht nach §§ 13 f. dVermAnlG für den Anbieter von Vermögensanlagen neben der Prospektpflicht die zusätzliche Pflicht, ein Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) mit den wichtigsten Informationen zur Anlage zu erstellen und zu hinterlegen. Die Pflicht zur Erstellung eines VIB gilt auch dann, wenn aufgrund der Befreiungen für Schwarmfinanzierungen nach § 2a dVermAnlG kein Verkaufsprospekt erstellt werden muss. Entziehen kann sich der Anbieter dieser Pflicht nur, wenn sie sich im Bereich der Ausnahme des § 2 Abs. 1 Nr. 3 dVermAnlG bewegt. Das VIB muss auf der ersten Seite einen drucktechnisch hervorgehobenen Hinweis auf das mit dem Erwerb der Vermögensanlage verbundene erhebliche Totalverlustrisiko enthalten. Die Kenntnisnahme des Warnhinweises ist nach § 15 Abs. 3 dVermAnlG von jedem Anleger vor Vertragsschluss auf dem VIB zu bestätigen.

Darüber hinaus bestehen nach den §§ 23 ff. dVermAnlG für die Emittenten von Vermögensanlagen Pflichten zur Veröffentlichung von Jahresabschlüssen und Lageberichten.

4.1.1.4 Ergebnis

Es zeigt sich, dass für die Beteiligungen, die im Rahmen des *Crowdinvestings* vertrieben werden in Österreich und Deutschland²²⁵ grundsätzlich Prospektpflichten bestehen. Die

²²⁵ Für Deutschland vgl. auch *Heisterhagen/Conreder*, DStR 2015, 1929 (1930).

Beteiligungen lassen sich jedoch so gestalten, dass in der Praxis zumeist Ausnahme- und Befreiungsvorschriften eingreifen dürften.

4.1.2 Bankrechtliche Erlaubnispflicht

Je nachdem, wie die Beteiligung der Anleger im Einzelfall ausgestaltet ist, können die kapitalsuchenden Unternehmen bankaufsichtsrechtliche Erlaubnispflichten treffen.

Sowohl in Österreich als auch in Deutschland ist denkbar, dass die Unternehmen durch das Einsammeln der Gelder das Einlagengeschäft betreiben,²²⁶ welches in beiden Ländern ein erlaubnispflichtiges Bankgeschäft darstellt.²²⁷ Unter dem Einlagengeschäft wird in Österreich die gewerbsmäßige *Entgegennahme fremder Gelder zur Verwaltung oder als Einlage*²²⁸ und in Deutschland die gewerbsmäßige *Annahme fremder Gelder als Einlagen oder anderer unbedingt rückzahlbarer Gelder des Publikums, sofern der Rückzahlungsanspruch nicht in Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen verbrieft wird, ohne Rücksicht darauf, ob Zinsen vergütet werden* verstanden. Zweck dieser Erlaubnispflicht ist der Schutz des Publikums vor Verlusten bei der Anlage seiner Mittel.²²⁹ In Österreich erlangte diese Konzessionspflicht im Zusammenhang mit Crowdfunding einige Bekanntheit durch den Fall Heinrich Staudinger bzw. GEA.²³⁰

4.1.2.1 Entgegennahme fremde Gelder oder anderer unbedingt Rückzahlbarer Gelder des Publikums

1.1.1.4.1. Entgegennahme fremder Gelder

Eine Entgegennahme fremder Gelder²³¹ i. S. d. BWG liegt nach der Rechtsprechung des VwGH vor, wenn nach „der Intention des Vertragspartners eine Forderung des Geldgebers entsteht“²³². Damit ist der Begriff bedeutungsgleich mit seinem Pendant im deutschen

²²⁶ Vgl. Dörner, AssCompact, Oktober 2012, 7 (8).

²²⁷ In Österreich nach § 4 AbS. 1 i. V. m. § 1 AbS. 1 Z 1 BWG, in Deutschland nach § 32 AbS. 1 Satz 1 i. V. m. § 1 AbS. 1 Satz 2 Nr. 1 dKWG.

²²⁸ Die Tatbestandsvoraussetzungen waren Gegenstand ausführlicher Diskussionen, siehe hierzu Oppitz, ÖBA 2007, 797 ff.

²²⁹ Vgl. dBGH, WM 1995, 874 (876); Bähre/Schneider, § 1 KWG Anm. 7.

²³⁰ Umfassend hierzu Brandl/Wolfbauer, ZFR 2013, 16 (19 f.); siehe auch die Information zum laufenden Verfahren „GEA“ der FMA vom 31.03.2013.

²³¹ Gemeint ist sowohl Bar- als auch Buchgeld, vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 Rn. 34; allg. hierzu Schmidt, Geldrecht.

²³² RIS-Justiz RS 1.

dKWG, wo das Merkmal *fremd* der Klarstellung dient, dass es sich bei gesellschaftsrechtlichen Einlagen nicht um Einlagen i. S. d. dKWG handelt.²³³

1.1.1.4.2. Andere unbedingt rückzahlbare Gelder des Publikums

Eine Erweiterung hat der Begriff des Einlagengeschäfts im deutschen Recht am 01.01.1998 insoweit erfahren, als dass neben die Annahme fremder Gelder als Einlagen der Auffangtatbestand der Annahme anderer rückzahlbarer Gelder des Publikums getreten ist. Wesentliches Unterscheidungsmerkmal der beiden Varianten ist, dass es bei der zweiten Variante nicht auf den Zweck der Mittelüberlassung ankommt.²³⁴

Gegenstand der zweiten Variante des Einlagengeschäfts nach dem dKWG ist die Annahme anderer unbedingt rückzahlbarer Gelder des Publikums. Unbedingt ist die Rückzahlung der Gelder dann, wenn eine Verlustteilnahme ausgeschlossen ist.²³⁵ Nimmt die Einlage am Verlust teil, handelt es sich um eine bedingte Rückzahlbarkeit. Es liegt dann keine Einlage i. S. d. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 dKWG vor.²³⁶ Nimmt demgegenüber nur der Zins am Verlust teil, ist von einer unbedingten Rückzahlbarkeit der Gelder auszugehen.²³⁷

Gelder des Publikums sind nach der Regierungsbegründung zur 6. dKWG-Novelle von solchen Geldern abzugrenzen, die von verbundenen Unternehmen i. S. d. §§ 15 bis 19 dAktG stammen. Ebenfalls nicht als Gelder des Publikums anzusehen sind Gelder von anderen Kreditinstituten und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften i. S. v. § 2 Abs. 1 Nr. 6 dKWG.²³⁸

4.1.2.2 Zur Verwaltung oder als Einlage

1.1.1.4.3. Zur Verwaltung

Was unter der *Entgegennahme zur Verwaltung* zu verstehen ist, definiert das BWG nicht. Die FMA legt diese Variante des Einlagengeschäfts besonders extensiv aus.²³⁹ Nach ihrer Ansicht ist unter der Entgegennahme zur Verwaltung zu verstehen, dass die

²³³ Vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 Rn. 34.

²³⁴ Vgl. dBGH, ZIP 2005, 763 (765) unter Verweis auf die Gesetzesbegründung.

²³⁵ A. A. Loritz, ZIP 2001, 309 (313), welcher entgegen der Gesetzesbegründung betritt, dass eine gesellschaftsrechtliche Einlage selbst dann keine Einlage i. S. d. dKWG ist, wenn die Verlustteilnahme ausgeschlossen ist, da auch auch ein Gesellschafter, der nicht am laufenden Verlust teilnimmt, das wirtschaftliche Risiko des Einlagenverlusts trage.

²³⁶ Vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 Rn. 42, m. w. N.

²³⁷ Vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 Rn. 42.

²³⁸ Vgl. dBaFin, Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand des Einlagengeschäfts, Stand: 3/2014, I. 3.

²³⁹ Vgl. Sixt, Schwarmökonomie und Crowdfunding, S. 171.

vereinbarungsgemäß entgegengenommenen Gelder im Interesse des Geldgebers im Rahmen eines Verwaltungsauftrags verwendet werden. Seitens desjenigen, der das Geld entgegennimmt, ist ein gewisser Entscheidungsspielraum vonnöten. Dieser wird durch die Möglichkeit des Geldgebers zur Mitbestimmung nicht ausgeschlossen, fehlt aber dann, wenn dem Empfänger des Geldes konkret vorgeschrieben wird, wie die Veranlagung des hingegebenen Betrags zu erfolgen hat.²⁴⁰ Nach der Rechtsprechung des VwGH ist zudem erforderlich, dass der Geldgeber gegenüber dem Verwalter seines Geldes einen bedingten oder unbedingten Rückzahlungsanspruch hat.²⁴¹

Der Auftrag zur Verwaltung der Gelder ist ein Geschäftsbesorgungsvertrag. Auf diesen finden die Regelungen zum Auftrag (§§ 1002 ff. ABGB) Anwendung.²⁴² Demnach hat der Vermögensverwalter die Pflicht, die ihm überlassenen Vermögenswerte nach eigenem Ermessen im Interesse des Anlegers zu verwenden.²⁴³ *Verwenden* bedeutet, dass der Vermögensverwalter aktiv tätig werden muss und dem Anleger gegenüber dazu verpflichtet ist, Dispositionen über die Einlagen (beispielsweise Umschichtungen des Portfolios zwecks Erreichung eines vorgegebenen Anlageziels)²⁴⁴ vorzunehmen.²⁴⁵

Einen solchen Auftrag des Anlegers zur Verwaltung der Gelder erhalten die Unternehmen beim Crowdfunding nicht. Je nach Crowdfunding-Modell schuldet der Empfänger des Geldes etwas anderes. Beim *Crowdlending* wird die Rückzahlung des Darlehensbetrags samt Zinsen zum vereinbarten Zeitpunkt geschuldet. Auch beim *Crowdinvesting* erhält das kapitalsuchende Unternehmen keinen Auftrag zur Vermögensverwaltung im Sinne des § 1 Abs.1 Satz 2 Z 1 Var. 1 BWG. Dem Unternehmen steht das Geld zur freien Disposition zur Verfügung. Es nimmt keine für einen Vermögensverwalter typischen Dispositionen vor, wie es bei Portfolioverträgen der Fall wäre. Demnach stellen sämtliche Crowdfunding-Modelle kein Einlagengeschäft in der Variante der Entgegennahme zur Verwaltung dar.

1.1.1.4.4. Als Einlage

Der Begriff der *Einlage* ist weder im BWG, noch im dKWG definiert.²⁴⁶ Zur Rechtslage in Österreich entschied der VwGH im Jahr 2013, dass eine Einlage im Sinne des BWG dann

²⁴⁰ Vgl. VwGH 22.02.2006, 2005/17/0195; VwGH 20.06.2012, 2008/17/0226.

²⁴¹ Vgl. VwGH 20.06.2012, 2008/17/0226; a. A. *Kalss*, ÖBA 1999, 778 (783); *Oppitz*, OBA 2007, 797 (800).

²⁴² Vgl. *Avancini*, in: *Avancini/Iro/Koziol*, Bankvertragsrecht I, 9/6.

²⁴³ Vgl. *Völkl/Völkl*, Beraterhaftung, Rn. 54 ff.

²⁴⁴ Vgl. *Diwok*, in: *Diwok/Göth*, BWG, § 1 Rn. 20 f, 117.

²⁴⁵ Vgl. VwGH 22.02.2006, 2005/17/0195.

²⁴⁶ Vgl. *Oppitz*, ÖBA 2007, 797 ff.; *Schäfer*, in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, § 1 Rn. 36.

vorliege, wenn rückzahlbare Gelder des Publikums, die der Anlage dienen, nicht bloß gelegentlich entgegengenommen werden.²⁴⁷ Nicht von Bedeutung sei indes, wie die entgegengenommenen Gelder verwendet werden.²⁴⁸ Damit widersprach der VwGH denjenigen Stimmen in der Literatur, die eine bankenwirtschaftliche Verkehrsanschauung bei der Bestimmung des Einlagenbegriffs berücksichtigen,²⁴⁹ und daher auf den Zweck des Einlagengeschäfts abstellen. Dieser besteht in der in der Regel in der Ansammlung und Bereithaltung von Kapital zur Finanzierung des Aktivgeschäfts besteht.²⁵⁰ Mit seiner Rechtsprechung befindet sich der VwGH auf einer Linie mit der Auslegung des Einlagenbegriffs des deutschen dKWG. Bei diesem spielt die Zielrichtung, mit welcher das Geld angenommen wird, heute ebenfalls keine Rolle mehr.²⁵¹

Zwar wird teilweise aus dem Umstand, dass das BWG bei der Definition des sonstigen Wertpapieremissionsgeschäfts in § 1 Abs. 1 Satz 2 Z 10 BWG berücksichtigt, ob die Emission von Wertpapieren realwirtschaftlichen Tätigkeiten oder dem Finanzieren von Bankgeschäften dient, gefolgert, dass die Verwendung der entgegengenommenen Gelder auch für die Definition als Einlage von Bedeutung sei.²⁵² Dabei gilt es allerdings zu bedenken, dass der Gesetzgeber die Differenzierung in Ziffer 10 ausdrücklich in das Gesetz aufgenommen, in Ziffer 1 jedoch darauf verzichtet hat, was gegen eine entsprechende Schlussfolgerung spricht.

Hinsichtlich des Einlagenbegriffs des dKWG sind sich Rechtsprechung und Literatur einig, dass es sich um einen bankwirtschaftlichen Begriff handelt, der nur unter Berücksichtigung der bankwirtschaftlichen Verkehrsauffassung bestimmt werden kann.²⁵³ Folgende Punkte können dabei Anhaltspunkte für das Vorhandensein einer Einlage sein.²⁵⁴

²⁴⁷ Vgl. VwGH 29.11.2013, 2013/17/0242.

²⁴⁸ Vgl. VwGH 29.11.2013, 2013/17/0242.

²⁴⁹ So etwa *Apathy*, in: *Apathy/Iro/Koziol*, Bankvertragsrecht II, 3/7.

²⁵⁰ Vgl. *Szagunn/Haug/Ergenzinger*, BWG, § 1 Rn. 18b; *Reischauer/Kleinhaus*, KWG, § 1 Anm. 42.; vgl. *Hopt/Mülbert*, Kreditrecht, Vor § 607 BGB Rn. 19; *Schürmann*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowsky*, Bankrechts-Handbuch, § 69 Rn. 4.

²⁵¹ Vgl. *Schäfer*, in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, § 1 Rn. 32, 38; vgl. zur alten Rechtslage dBGH Urt. v. 9.3.1995 – III ZR 55/94, BGHZ 129, 90 (92 ff.) = NJW 1995, 1494 (1495); VG Berlin Urt. v. 22.2.1999 – 25 A 276/95, NJW-RR 2000, 642 (643).

²⁵² Vgl. *Brandl/Toman*, in: *Saria/Stocker*, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 156.

²⁵³ Vgl. dBGH, WM 2010, 928 (929); dBGH, WM 1995, 874; *Canaris*, BB 1978, 227 (228).

²⁵⁴ Vgl. *Schäfer*, in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, § 1 Rn. 36, m w. N.

- Die Entgegennahme von Geldern von einer Vielzahl von Geldgebern auf Grund typisierter Verträge zur unregelmäßigen Verwahrung, darlehensweise oder in ähnlicher Weise, also mit einer Rückzahlungsverpflichtung,
- die Annahme ohne bankübliche Besicherung,
- die laufende Annahme von Geldern,
- die Annahme von Nichtkreditinstituten und
- die Annahme von Mitteln in der Absicht, sie für eigene Zwecke zu nutzen, insbesondere für ein bankmäßiges Aktivgeschäft.

Dabei ist in jedem Fall erforderlich, dass es sich um unbedingt rückzahlbare Gelder handelt.²⁵⁵ Ob dies einen Unterschied zur Rechtslage in Österreich ausmacht hängt von der Antwort auf die bislang kaum diskutierte²⁵⁶ Frage ab, wann von *rückzahlbaren* Geldern i. S. d. Rechtsprechung des VwGH gesprochen werden kann.

Der österreichische Gesetzgeber hat in seiner Gesetzesbegründung zum BWG ausgeführt, dass dem Einlagentatbestand derjenige des § 1 Abs. 1 Nr. 1 des deutschen dKWG als Vorbild diene.²⁵⁷ Dieses wiederum stellt – wie oben zu den unbedingt rückzahlbaren Geldern des Publikums bereits ausgeführt – hinsichtlich des Einlagenbegriffs darauf ab, dass die Gelder unter Ausschluss der Verlustbeteiligung entgegengenommen werden.²⁵⁸

Auch den allgemeinen Information zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher²⁵⁹ der FMA lässt sich entnehmen, dass der Begriff der *Rückzahlbarkeit* in den beiden Varianten des Einlagengeschäfts eine unterschiedliche Reichweite aufweist. In der ersten Variante des Einlagengeschäfts nach dem BWG – der Entgegennahme zur Verwaltung – reicht die grundsätzliche Möglichkeit der Rückforderung durch den Anleger aus, unabhängig von der Höhe des Anspruchs. Dagegen führt die FMA in den allgemeinen Informationen aus, dass bei einer Beteiligung an einer Gesellschaft der Tatbestand des konzessionspflichtigen Einlagengeschäfts erfüllt sein kann, wenn die Verlustbeteiligung ausgeschlossen wird.²⁶⁰ Die Tatsache, dass bei der ersten Variante des Einlagengeschäfts die Rückforderung

²⁵⁵ Vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 Rn. 39.

²⁵⁶ Vgl. Schrank/Meister, ZFR 2013, 256 (257).

²⁵⁷ Vgl. ErläutRV 1130 BlgNR 18.GP 113; vgl. Karas/Traxler/Waldherr, in: Dellinger, BWG, § 1 Rn. 25.

²⁵⁸ Vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 Rn. 42.

²⁵⁹ Vgl. Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014).

²⁶⁰ Vgl. Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014), S. 3; ebenso Apathy, in: Apathy/Iro/Koziol, Bankvertragsrecht II, 3/8.

sowohl bedingt als auch unbedingt²⁶¹ sein kann, legt den Schluss nahe, dass sich die FMA mit dieser Äußerung auf die zweite Variante des Einlagengeschäfts bezieht.²⁶² Aus ihrer Stellungnahme wird daher geschlussfolgert, dass für die zweite Variante nur die Entgegennahme kapitalgarantierter rückzahlbarer Gelder als Einlagengeschäft im engeren Sinne anzusehen ist.²⁶³

Der VwGH selbst hat sich bislang nicht zu dieser Auslegungsfrage geäußert. Sollte er jedoch – entgegen der Intention des Gesetzgebers und der Auffassung der FMA – seine, die *Entgegennahme zur Verwaltung* betreffende Auslegung anwenden, so würde der Einlagenbegriff gegenüber seinem bisherigen Verständnis erheblich ausgeweitet. Dies hätte beispielsweise zur Folge, dass auch gehäuft Genussscheinmodelle unter die zweite Variante des Einlagengeschäfts zu subsumieren wären.

4.1.2.3 Keine Verbriefung

Nach dem dKWG ist Voraussetzung für das Betreiben des Einlagengeschäfts, dass der Rückzahlungsanspruch nicht in Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen verbrieft ist. Die Emission von Namensschuldverschreibungen hingegen schließt das Vorliegen eines Einlagengeschäfts nicht aus.²⁶⁴

Im BWG gibt es keinen vergleichbaren Ausschluss für verbrieftete Schuldverschreibungen. Dennoch differenziert die FMA im Hinblick auf die Anwendbarkeit des BWG danach, ob es sich um verbrieftete oder nicht verbrieftete Anleihen handelt.²⁶⁵ Bei verbrieften Anleihen soll die Anwendbarkeit des BWG ausgeschlossen sein.²⁶⁶ Im Raum stünde dann allein eine Anwendung des KMG.

Gegen diese Differenzierung zwischen verbrieften und nicht verbrieften Anleihen spricht jedoch, dass der Gesetzgeber mit dem BWG und dem KMG verschiedene Regelungsziele verfolgt. Während das BWG der Bankenregulierung dient und daneben eine ordentliche Organisationsstruktur sowie eine angemessene Eigenkapitalbasis der Banken sicherstellen

²⁶¹ A. A. Oppitz, in: Chini/Oppitz, BWG, § 1 Rn. 10.

²⁶² So auch Brandl/Toman, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 154.

²⁶³ Vgl. Brandl/Toman, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 154.

²⁶⁴ Vgl. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 32 Rn. 43.

²⁶⁵ Vgl. Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014), S. 7.

²⁶⁶ Vgl. Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014), S. 7.

soll,²⁶⁷ dient das KMG dem Schutz der Anleger durch eine ausreichende Information über die angebotenen Finanzinstrumente.²⁶⁸ Auch wirkt sich die Verbriefung einer Anleihe nicht auf das Anlegerrisiko aus. Eine bessere Informationslage für die Anleger könnte lediglich durch einen Prospekt geschaffen werden. Dies gehört jedoch nicht zu den Regelungszwecken des BWG.²⁶⁹ Daraus folgt, dass die aufsichtsrechtliche Beurteilung der Anleihen im Bereich des BWG unabhängig von einer Verbriefung erfolgen sollte. Wenn nämlich schon die Ausgabe verbriefteter Anleihen keiner Bankenkonzession nach § 1 Abs.1 Satz 2 Z 1 Var. 2 BWG bedarf, dann erst Recht nicht die Ausgabe verbriefteter Anleihen.²⁷⁰

4.1.2.4 Gewerbsmäßigkeit

Die Tätigkeit müsste nach BWG und dKWG auch gewerbsmäßig bzw. im Falle des dKWG alternativ in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, ausgeübt werden. Wann die Tätigkeit eines Unternehmens als gewerblich einzustufen ist, definieren weder BWG noch dKWG.

Für das BWG hilft jedoch ein Rückgriff auf die Legaldefinition der *Gewerblichkeit* in § 2 Abs. 1 Satz 2 UStG.²⁷¹ Danach ist jede nachhaltige Tätigkeit zur Erzielung von Einnahmen als gewerblich einzustufen, auch wenn die Absicht Gewinn zu erzielen fehlt. Dies ist nach der Rechtsprechung des VwGH weit auszulegen. So ist es beispielsweise ausreichend, wenn mit einer Tätigkeit zu einem späteren Zeitpunkt Einnahmen erzielt werden sollen.²⁷² Ausnahmen von der Gewerblichkeit gelten nur für (entgeltliche) Geschäfte, wie sie im „privaten bürgerlichen oder geschäftlichen Verkehr“²⁷³ vorkommen.²⁷⁴ Hierfür reicht allerdings nicht aus, dass die Organe einer Gesellschaft freundschaftlich verbunden sind oder die Geschäftspolitik wertgeschätzt wird.²⁷⁵ Aus dieser Rechtsprechung wird der Schluss gezogen, dass Crowdfunding-Modelle im Familienkreis nicht gewerblich erbracht werden.²⁷⁶ Dies dürfte jedoch für die Praxis beim Crowdfunding eine sehr

²⁶⁷ Vgl. ErläutRV 1130 BlgNR 18. GP 110 f; vgl daneben zum KWG ErläutRV 844 BlgNR 14. GP und zur KWG-Novelle 1986: ErläutRV 934 BlgNR 16. GP.

²⁶⁸ Vgl. ErläutRV 147 BlgNR 18. GP 17.

²⁶⁹ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 156.

²⁷⁰ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 156.

²⁷¹ Vgl. ErläutRV 1130 BlgNR 18. GP 113; ebenso *Karas/Traxler/Waldherr*, in: Dellinger, BWG, § 1 Rn. 6 ff.

²⁷² Vgl. VwGH 21.05.2001, 2000/17/0134.

²⁷³ VwGH 20.06.2008, 2008/17/0226.

²⁷⁴ Vgl. VwGH 20.06.2008, 2008/17/0226.

²⁷⁵ Vgl. VwGH 29.11.2013, 2013/17/0242; hier sollten allerdings konzernfremde Unternehmen ausgeschlossen werden.

²⁷⁶ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 151.

untergeordnete Rolle spielen und allenfalls bei Modellen mit sehr geringem Kapitalbedarf in Frage kommen.²⁷⁷

Nach der Rechtsprechung des dBGH liegt *Gewerbsmäßigkeit* dann vor, wenn die Tätigkeit auf eine gewisse Dauer angelegt ist und entweder mit Gewinnerzielungsabsicht oder entgeltlich ausgeübt wird.²⁷⁸ „Dem Erfordernis eines *in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs* kommt seit der Sechsten dKWG-Novelle nur noch eine untergeordnete Bedeutung zu, weil das Merkmal der Gewerbsmäßigkeit in der Regel bereits zuvor greift.“²⁷⁹ Nur wenn Gewinnerzielungsabsicht oder Entgeltlichkeit zu verneinen wären, wäre im Einzelfall zu prüfen, ob die betriebenen Bankgeschäfte einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordern.²⁸⁰

4.1.2.5 Ergebnis

Beim *Crowddonating*, dem *Reward Model* und dem *Pre-Purchase Model* fehlt es bereits per se an einem Rückzahlungsanspruch des Geldgebers, so dass eine Qualifikation als Einlagengeschäft für alle Varianten des BWG und des dKWG bereits aus diesem Grund ausscheidet.

Die erste Variante des Einlagengeschäfts nach dem BWG, die Annahme zur Verwaltung, scheitert hinsichtlich der übrigen Crowdfunding-Varianten daran, dass die Gelder von den Unternehmen nicht für die Geldgeber verwaltet werden.

Bezüglich der weiteren Varianten des Einlagengeschäfts ist beim *Crowdinvesting* nach der Form der Beteiligung zu differenzieren. Bei gesellschaftsrechtlichen Beteiligungen handelt es sich schon nicht um *fremde Gelder*. Darüber hinaus sind die Einlagen der Gesellschafter gerade nicht unbedingt rückzahlbar. Dies gilt auch für die stille Gesellschaft.²⁸¹ Vermögenseinlagen stiller Gesellschafter, partiarische Darlehen und Genussrechte sind zwar rückzahlbare Gelder. Unbedingt ist die Rückzahlung aber nur dann, wenn die Verlustteilnahme ausgeschlossen ist.²⁸²

²⁷⁷ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 152.

²⁷⁸ Vgl. dBGH Urt. v. 09.11.2010 – VI ZR 303/09, DB 2011, 320 = WM 2011, 17 (19).

²⁷⁹ *Schäfer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 32 Rn. 8.

²⁸⁰ Vgl. *Schäfer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 32 Rn. 8.

²⁸¹ Vgl. Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014); dBGH, WM 1984, 957; dBGH, WM 2010, 928 (929).

²⁸² Vgl. *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding, S. 172; Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014), S. 3.; Vgl. *Schäfer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 Rn. 2, m. w. N.; a. A. *Loritz*, ZIP 2001, 309 (313), welcher

Für *qualifizierte Nachrangdarlehen* ist für Österreich bislang nicht abschließend geklärt, ob diese vom Einlagenbegriff erfasst werden. Während der VwGH sich zu dieser Frage bislang nicht geäußert hat, sieht die FMA qualifizierte Nachrangdarlehen nicht als Einlage an.²⁸³ Grund hierfür ist, dass es an einem unbedingten Rückzahlungsanspruch fehle. Die Nachrangigkeit führt im Ergebnis also dazu, dass eine Qualifikation als Einlage, die einen unbedingten Rückzahlungsanspruch erfordert, bereits begrifflich ausscheidet. Dies entspricht der aktuellen Rechtslage in Deutschland.

Hinsichtlich *Unternehmensanleihen* dürfte es sich bei den in der Crowdfunding-Praxis begeben Anleihen in aller Regel um verbriefte Inhaber- oder Orderpapiere handeln, so dass diese weder in Österreich, noch in Deutschland unter den Tatbestand des Einlagengeschäfts fallen.

Einzig bei *normalen* Darlehen ohne Nachrangabrede, wie sie beim *Crowdlending* vorkommen, kann ein Einlagengeschäft i. S. d. § 1 Abs.1 Satz 2 Z 1 Var. 2 BWG, § 1 Abs. 1 Satz 2 Var. 1 und 2 dKWG vorliegen.²⁸⁴ Da die Mittel beim Crowdlending in der Regel zu dem Zweck eingeworben werden dürften, um damit weitere Einnahmen zu erzielen wird regelmäßig auch von einer Gewerblichkeit des Einlagengeschäfts und damit einer Konzessionspflicht nach dem BWG bzw. dem dKWG auszugehen sein. Denkbar wäre das Fehlen der Gewinnerzielungsabsicht aber z. B. im Rahmen des Crowdfundings bei sozialen Projekten.

Vor dem Hintergrund des Anlegerschutzes erscheint dieses Ergebnis allerdings in Bezug auf qualifizierte Nachrangdarlehen als unbefriedigend. Denn während die überlassenen Gelder bei *normalen* Darlehen für den Darlehensnehmer eine Einlage BWG und des dKWG darstellen und somit eine Bankenkonzession des annehmenden Unternehmens erfordern, ist eine solche für qualifizierte Nachrangdarlehen nicht vonnöten. Dieses Ergebnis erscheint mit Blick auf die unterschiedliche Situation und das Schutzbedürfnis der Darlehensgeber fragwürdig. Denn im Vergleich zu dem für den Anleger relativ sicheren

entgegen der Gesetzesbegründung vertritt, dass eine gesellschaftsrechtliche Einlage selbst dann keine Einlage i. S. d. dKWG ist, wenn die Verlustteilnahme ausgeschlossen ist, da auch ein Gesellschafter, der nicht am laufenden Verlust teilnimmt, das wirtschaftliche Risiko des Einlagenverlusts trage.

²⁸³ Dies im Wege des Umkehrschlusses aus ihrer Äußerung der FMA zu Darlehen gefolgert werden, vgl. Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014), S. 5.

²⁸⁴ So auch Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014), S. 5, *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding, S. 172, *Müller-Schmale*, BaFin Journal 6/2014, 10 (12).

normalen Darlehen ist das Gewähren eines (qualifizierten) Nachrangdarlehens auf Grund der unsicheren Rückzahlung wesentlich risikoreicher. Dies hat auch die ESMA erkannt, und sich in den Punkten 3 und 7 ihrer Stellungnahme *MiFID practices for firms selling complex products* vom 07. Februar 2014 grundsätzlich kritisch zu nachrangigen Finanzprodukten geäußert.

4.1.3 Regelungen für Investmentfonds

In Betracht kommt ferner, dass sich auch aus dem dKAGB (Kapitalanlagegesetzbuch) Pflichten ableiten. So könnte das gemeinsame Investment der Anleger beim Crowdfunding einen alternativen Investmentfonds (AIF) nach § 2 Abs. 1 Z 1 AIFMG in Österreich bzw. § 1 Abs. 3 dKAGB in Deutschland darstellen.

Ein alternativer Investmentfonds ist nach § 2 Abs. 1 Z 1 AIFMG jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festen Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, ohne dass das eingesammelte Kapital unmittelbar einer operativen Tätigkeit dient, und keine Genehmigung gemäß Art. 5 der OGAW Richtlinie²⁸⁵ benötigt. Diese Definition ist inhaltsgleich mit derjenigen in Deutschland. Gemäß § 1 Abs. 3 dKAGB handelt es sich bei AIF um alle diejenigen Investmentvermögen, die keine Organismen zur gemeinsamen Anlage in Wertpapieren (OGAW) nach § 1 Abs. 2 dKAGB sind. Unter Investmentvermögen wiederum ist nach § 1 Abs. 1 S. 1 dKAGB jeder Organismus für gemeinsame Anlagen zu verstehen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es entsprechend einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist.

Zunächst stellt sich damit die Frage, was unter dem Begriff *Organismus* zu verstehen ist. Zur Klärung tragen weder die AIFM-Richtlinie noch die nationalen Gesetze bei. Somit bietet sich ein Blick auf die Äußerungen der Aufsichtsbehörden an. Sowohl die FMA²⁸⁶, als auch die dBaFin²⁸⁷ verweisen zur Auslegung der einzelnen Tatbestandsmerkmale auf

²⁸⁵ RL 2009/65/EG.

²⁸⁶ Vgl. FMA, Frequently Asked Questions zur Anwendung des Alternativen Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG), 03.07.2015, S. 12 f.

²⁸⁷ Vgl. dBaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, Q 31-Wp 2137-2013/0006 v. 14. Juni 2013, zuletzt geändert am 9. März 2015.

die Leitlinien der ESMA zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD)²⁸⁸.

Nach diesen Leitlinien ist für das Vorliegen eines Organismus erforderlich, dass ein Vehikel vorliegt, in welchem das externe, von den Investoren eingesammelte Kapital gebündelt (gepoolt) wird.²⁸⁹ Dies ist dann der Fall, wenn ein rechtlich oder wirtschaftlich (z. B. durch einen getrennten Rechnungskreis) verselbständigtes, gepooltes Vermögen aufgelegt wird. Nicht erforderlich ist indes, dass die Beteiligung der Investoren einer bestimmten Rechtsform entspricht.²⁹⁰ Dies ergibt sich aus Art. 2 Abs. 2 lit. a und lit. b der AIFMD. Hieraus folgt, dass alle möglichen Rechtsformen, also sowohl Personen-, als auch Kapitalgesellschaften unter den Begriff des Organismus subsumiert werden können. Auch die Form, in der die Anleger an dem Vermögen beteiligt sind, spielt keine Rolle. Die Ausgestaltung kann sowohl gesellschaftsrechtlich, mitgliedschaftlich als auch schuldrechtlicher Natur sein, weswegen jede Beteiligungsart für einen Organismus in Frage kommt (z. B. stille Beteiligung, Genussrecht oder Schuldverschreibung).²⁹¹

Beim Crowdfunding wird das von den Anlegern eingesammelte Kapital von den Unternehmen direkt für deren Geschäft oder Projekt verwendet. Es stellt somit kein rechtlich oder wirtschaftlich selbstständiges Vermögen dar, weshalb die Unternehmen keinen Pflichten nach dem AIFMG oder dKAGB unterliegen.

4.2 Aufsichtsrechtliche Pflichten der Internetplattformen

Je nachdem, wie die Crowdfunding-Plattformen ausgestaltet sind, können auch sie bankaufsichtsrechtliche Erlaubnispflichten treffen.

4.2.1 Bank- und Kapitalmarktrechtliche Erlaubnispflichten

Auch für die Crowdfunding-Plattformen kommen je nach Art und Umfang ihrer Tätigkeit bank- und kapitalmarktrechtliche Erlaubnispflichten in Betracht. Während für das gewerbliche Betreiben von Bankgeschäften in Österreich einer Konzession nach § 4 Abs.

²⁸⁸ ESMA/2013/611.

²⁸⁹ Vgl. auch *Poelzig/Volmer*, DNotZ 2014, 483 (484).

²⁹⁰ Vgl. *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (357).

²⁹¹ Die §§ 91, 139 dKAGB sehen allerdings vor, dass Investmentvermögen nur als Sondervermögen, als Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem bzw. fixem Kapital oder als offene bzw. geschlossene Investmentkommanditgesellschaft aufgelegt werden dürfen. Dieser Rechtsformzwang gilt jedoch nicht für Investmentvermögen, deren Kapitalverwaltungsgesellschaften lediglich registriert werden müssen, § 2 Abs. 6 und 7 dKAGB.

1 BWG erforderlich ist, ist für die gewerbliche Erbringung von Wertpapierdienstleistungen eine Konzession nach § 3 Abs. 2 WAG (Wertpapierfirmen) oder § 4 Abs. 1 WAG (Wertpapierdienstleistungsunternehmen) von Nöten. In Deutschland besteht eine Erlaubnispflicht allein nach § 32 Abs. 1 Satz 1 dKWG. Diese Erlaubnis ist jedoch sowohl für die gewerbliche Erbringung von Bankgeschäften, als auch für die Erbringung von Finanzdienstleistungen erforderlich. Eine eigene Konzession nach dem dWpHG ist in Deutschland hingegen nicht vorgesehen. Die Pflichten nach den dWpHG richten sich allerdings an sogenannte Wertpapierdienstleistungsunternehmen, worunter nach § 2 Abs. 4 dWpHG wiederum Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute i. S. d. dKWG zu verstehen sind. Ferner beziehen sich die Regeln des dWpHG auf die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (§ 2 Abs. 3 dWpHG) und Wertpapiernebenleistungen (§ 3a dWpHG), welche weitgehend deckungsgleich mit den Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen nach § 1 Abs. 1 und 1a dKWG sind.

Als konzessionspflichtige Tätigkeiten, die durch die Crowdfunding-Plattformen erbracht werden könnten, kommen dabei insbesondere das Platzierungsgeschäft mit und ohne feste Übernahmeverpflichtung, die Ausführung von Aufträgen für Rechnung von Kunden, die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Anlageberatung sowie der Betrieb eines Multilateralen Handelssystems in Frage.

4.2.1.1 Platzierungsgeschäft mit und ohne feste Übernahmeverpflichtung

In Österreich stellt das gewerbsmäßige Betreiben des Platzierungsgeschäfts mit bzw. ohne feste Übernahmeverpflichtung i. S. d. § 1 Z 2 lit. f bzw. g WAG einen Teilbereich des Loroemissionsgeschäfts nach § 1 Abs. 1 Z 11 BWG dar.²⁹² Diesen Dienstleistungen entsprechen in Deutschland das Emissionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 10 dKWG (die Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien) bzw. das Platzierungsgeschäft nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1c dKWG (das Platzieren von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung).

Das Platzierungsgeschäft mit fester Übernahmeverpflichtung bzw. das Emissionsgeschäft wird durch die Crowdfunding-Plattformen regelmäßig schon deshalb nicht betrieben werden, da sich die Plattformen gegenüber den Unternehmen nicht zur Übernahme der

²⁹² Vgl. *Hartmann/Heidinger*, in: Gruber/Raschauer, WAG, § 1 Rn. 58.

Anlagen und zur Zahlung des Übernahmepreises verpflichten und das Absatzrisiko somit bei den Unternehmen selbst verbleibt.²⁹³

Ein Platzierungsgeschäft ohne feste Übernahmeverpflichtung liegt beim Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des § 1 Z 6 WAG bzw. § 1 Abs. 11 dKWG (u. a. Aktien und Anleihen) an einen begrenzten Personenkreis und mit dem Ziel eines planmäßigen Absatzes der Finanzinstrumente vor.²⁹⁴ Erforderlich ist zudem, dass zwischen dem Emittenten und dem Platzierer eine Platzierungsabrede vorliegt²⁹⁵ und dass der Platzierer in Stellvertretung des Emittenten eigene Willenserklärungen im Rahmen des Verkaufs der Finanzinstrumente abgibt.²⁹⁶

Das Erfordernis der Platzierungsabrede wird beim Crowdfunding in den allermeisten Fällen vorliegen, da die Plattformen vom kapitalsuchenden Unternehmen einen Auftrag zum Platzieren der Finanzinstrumente erhalten. Da die Plattformen beim Crowdfunding jedoch treuhänderisch tätig sind und in eigenem Namen handeln, kann nicht von einer Stellvertretung für die Unternehmen gesprochen werden.²⁹⁷ Dies ändert sich auch dann nicht, wenn die Plattformen für die Finanzinstrumente werben oder zu deren Zeichnung einladen. Solche Tätigkeiten genügen nicht den Voraussetzungen der Stellvertretung, so dass die Plattformen lediglich als Boten der Unternehmen zu qualifizieren sind.²⁹⁸

4.2.1.2 Ausführung von Aufträgen für Rechnung von Kunden

Unter der Ausführung von Aufträgen für Rechnung von Kunden nach § 1 Abs. 1 Z 2 lit. b WAG versteht man die Tätigkeit zum Abschluss von Vereinbarungen, Finanzinstrumente auf Rechnung von Kunden zu kaufen oder verkaufen. Dem entspricht in Deutschland die Abschlußvermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 2 dKWG, § 2 Abs. 3 Nr. 3 dWpHG, welche als die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung definiert ist. Voraussetzung ist also, dass der Vermittler als Stellvertreter einer Vertragspartei auftritt.

²⁹³ So auch *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (249).

²⁹⁴ Vgl. *Brandl/Toman*, in *Saria/Stocker*, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 167; *Schwark/Zimmer/Kumpan*, KMRK, § 2 WpHG Rn. 78.

²⁹⁵ Vgl. *Saria*, in *Brandl/Saria*, WAG, § 1 Rn. 7.

²⁹⁶ Vgl. *Brandl/Toman*, in *Saria/Stocker*, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 167; *Schwark/Zimmer/Kumpan*, KMRK, § 2 WpHG Rn. 78.

²⁹⁷ Vgl. *Apathy*, in: *Schwimann/Kodek*, ABGB, § 1002 Rn. 9 ff., m. w. N.; *Bydlinski*, in: *KBB*, § 1002 Rn. 7 sowie *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1790) und *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (250).

²⁹⁸ Vgl. *Oppitz*, in: *Chini/Oppitz*, BWG, § 1002 Rn. 36.

Aufgrund der erheblichen Haftungsrisiken, denen sich die Internetplattformen dabei aussetzen würden, sind diese sehr darum bemüht, so wenig wie nur möglich in den Vertragsschluss zwischen dem Unternehmen und den Investor eingebunden zu sein. Der Vertrag kommt unmittelbar zwischen den Unternehmen und den Anlegern zustande. Die Funktion der Plattform beim Einsammeln der Anlegergelder ist vielmehr die eines Treuhänders denn eines Stellvertreters. Daher kommt eine Abschlußvermittlung durch die Internetplattformen beim Crowdfunding in der Praxis kaum vor.

4.2.1.3 Annahme und Übermittlung von Aufträgen

In Österreich stellt die Annahme und Übermittlung von Aufträgen in Bezug auf ein oder mehrere Finanzinstrumente seit Inkrafttreten des WAG im Jahr 2007 eine Wertpapierdienstleistung nach § 1 Z 2 lit. a WAG dar. Zuvor war diese Tätigkeit nach § 1 Abs. 1 Z 19 lit. c BWG a. F. ein konzessionspflichtiges Bankgeschäft.

Unter § 1 Z 2 lit. a WAG fällt die Anbahnung und die Verhandlung eines Geschäfts mit einem Dritten auf Basis einer privatrechtlichen Vereinbarung mit dem Auftraggeber, unabhängig davon, ob dies im Rahmen einer ständigen Betrauung geschieht oder nicht.²⁹⁹ Der Vermittler stellt dabei unbewertete Informationen zur Verfügung, welche die Basis für einen Vertrag zwischen dem Dritten und seinem Auftraggeber bilden.³⁰⁰ Als nicht ausreichend wird jedoch die bloße Zurverfügungstellung von Auswahlkriterien für die Anlageentscheidung erachtet.³⁰¹ Dementsprechend liegt keine Annahme oder Vermittlung von Aufträgen vor, wenn nur die Gelegenheit zu einem entsprechenden Vertragsschluss aufgezeigt oder zur Kenntnis gebracht wird.³⁰²

Dieser Tätigkeit entspricht im deutschen Recht in etwa die Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 1 dKWG, § 2 Abs. 3 Nr. 4 dWpHG. Hierunter versteht man die Vermittlung von Geschäften über die Veräußerung oder die Anschaffung von Finanzinstrumenten, unabhängig davon, ob diese für den Anleger oder den Anbieter erfolgt.³⁰³ Voraussetzung hierfür ist, dass die Tätigkeit des Vermittlers über den bloßen Nachweis einer Gelegenheit zum Abschluss von Verträgen hinausgeht.³⁰⁴ Regelmäßig geschieht dies dadurch, dass der

²⁹⁹ Vgl. *Knobl*, in: Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, WAG, § 11 Rn. 13.

³⁰⁰ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 168.

³⁰¹ Vgl. *Hartmann/Heidinger*, in: Gruber/Raschauer, WAG, § 1 Rn. 20.

³⁰² Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 168 f.

³⁰³ Vgl. *Schäfer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 1 Rn. 122.

³⁰⁴ Vgl. *Assmann*, in: Assmann/Schneider, § 2 Rn. 81a.

Vermittler als Bote wenigstens einer Vertragspartei auftritt.³⁰⁵ Außerdem muss den Vertragsparteien ein Entscheidungsspielraum verbleiben, ob sie einen Vertrag im Einzelfall abschließen wollen.³⁰⁶ Hieran fehlt es beispielsweise dann, wenn der Vermittler Angebot und Nachfrage nach einem festen Regelwerk zusammenführt.³⁰⁷ Unabhängig davon, wie die Willenserklärungen von Emittent und Anleger zusammengebracht werden, soll jedoch Anlagevermittler sein, wer den Vertragsschluss zwischen den Parteien vorbereitet.³⁰⁸

Ob die Crowdfunding-Plattformen entsprechend des § 1 Z 2 lit. a WAG Aufträge annehmen und übermitteln bzw. die Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 2 dKWG, § 2 Abs. 3 Nr. 3 dWpHG betreiben, hängt von ihrem konkreten Geschäftsmodell ab. Sollte eine Plattform über die bloße Kenntnisverschaffung von der Anlagemöglichkeit hinaus tätig werden, könnten die Voraussetzungen der jeweiligen Tatbestände erfüllt sein. Zu denken ist hier beispielsweise an die Vorbereitung des Vertragsschlusses durch die Übermittlung der Vertragsunterlagen und der Willenserklärungen der Parteien sowie an die Übernahme der Kommunikation zwischen diesen.³⁰⁹ Da die meisten Crowdfunding-Plattformen solche Tätigkeiten erbringen dürften, kann davon ausgegangen werden, dass sie die Geschäfte zwischen Anleger und Unternehmen anbahnen und verhandeln und damit auch die Auftragsvermittlung gemäß § 1 Z 2 lit. a WAG bzw. die Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 2 dKWG, § 2 Abs. 3 Nr. 3 dWpHG betreiben.

4.2.1.4 Anlageberatung

Um eine Anlageberatung im Sinne des § 1 Z 2 lit. e WAG bzw. § 1 Abs. 1a Nr. 1a dKWG, § 2 Abs. 3 Nr. 9 dWpHG handelt es sich, bei der Abgabe persönlicher Empfehlungen über Geschäfte mit Finanzinstrumenten an einen Kunden, in Form einer persönlichen Verhaltensempfehlung mit entsprechendem Informationsgehalt.³¹⁰ Eine solche Empfehlung liegt vor, wenn Einschätzungen und Markterwartungen mitgeteilt werden oder wenn aufgrund fachlicher Expertise ein Rat hinsichtlich des Auf- oder Ausbaus eines

³⁰⁵ Vgl. *Assmann*, in *Assmann/Schneider*, § 2 Rn. 81a; *Fuchs*, in: *Fuchs*, WpHG § 2 Rn. 90; *Schwark/Zimmer/Kumpfan*, KMRK, § 2 WpHG Rn. 78.

³⁰⁶ Vgl. *dBaFin*, Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Stand: 24.07.2013, 1. a); *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 2 Rn. 81a.

³⁰⁷ Vgl. *dBaFin*, Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Stand: 24.07.2013, 1. a); *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 2 Rn. 81a.

³⁰⁸ Vgl. *dBaFin*, Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Stand: 24.07.2013, 1. a); *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 2 Rn. 81.

³⁰⁹ Vgl. *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 (242), m. w. N.

³¹⁰ Vgl. *Bydlinski*, FS Hadding 759, (764); *Brandl/Klausberger*, in: *Brandl/Saria*, WAG, § 38 Rn. 27, m. w. N.

Portfolios erteilt wird.³¹¹ Wesentlich für das Vorliegen einer Beratung ist also, dass Informationen nicht bloß erteilt, sondern diese durch den Anlageberater auch bewertet werden.

Die Crowdfunding-Plattformen stellen den Anlegern auf ihrer Webseite zwar Informationen zu den Unternehmen bzw. den Projekten zur Verfügung. Die Auswahl der Unternehmen bzw. Projekte erfolgt jedoch in aller Regel nur aufgrund formaler Kriterien und ohne eigene Bewertung und Risikoeinschätzung. Dies nicht zuletzt deshalb, da die Plattformen das Risiko einer Haftung für eine fehlerhafte Anlageberatung vermeiden wollen. Daher werden die Crowdfunding-Plattformen in der Praxis regelmäßig keine Anlageberatung erbringen.

4.2.1.5 Betrieb eines multilateralen Handelssystems

Bei einem multilateralen Handelssystem (MTF) i. S. v. § 1 Z 2 lit. h i. V. m § 1 Z 9 WAG bzw. § 1 Abs. 1a Nr. 1b dKWG, § 1 Abs. 3 Nr. 8 dWpHG handelt es sich um multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems nach nicht-diskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt, das jedoch kein geregelter Markt ist.

Dies könnte dann auf Crowdfunding-Plattformen zutreffen, wenn diese ein EDV-System benutzen um damit die potenziellen Investoren und die Unternehmen nach nicht-diskretionären Regeln zusammenbringen. Allerdings ist als weiteres Merkmal für das Vorliegen eines MTF erforderlich, dass ein Sekundärmarkt betrieben wird. Hierfür spricht bereits der Wortlaut der Norm. Denn der Begriff *Handel* impliziert, dass nur Vertragsabschlüsse über bereits ausgegebene Finanzprodukte umfasst werden.³¹² Ferner ergibt sich dies aus dem Erwägungsgrund Nr. 5 der Finanzmarkttrichtlinie, aus welchem gefolgert werden kann, dass multilaterale Handelssysteme als funktionales Äquivalent zu den Wertpapierbörsen zu sehen sind.³¹³ Dieser Auffassung hat sich der deutsche Gesetzgeber ausdrücklich angeschlossen.³¹⁴ In Österreich spricht schließlich auch die Systematik des WAG für das Erfordernis eines Zweitmarktes, da eine Reihe von Pflichten

³¹¹ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 169.

³¹² Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 170.

³¹³ Vgl. *Brandl*, in: Temmel, BörseG, § 48a Rn. 203 ff.; zur Entstehungsgeschichte vgl. ferner *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 2 Rn. 107.

³¹⁴ Vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 2 Rn. 108.

des WAG nur dann Sinn ergeben, wenn ein Zirkulationsmarkt betrieben wird. Hierzu zählen beispielsweise die Transparenzvorschriften aus § 68 WAG und die Regelungen zum Handel und Abschluss von Geschäften über MTF (Multilateral Trading Facility) gemäß § 67 WAG.³¹⁵

Da Crowdfunding-Plattformen lediglich die Erstausgabe von Finanzinstrumenten nach bestimmten Regeln organisieren, jedoch keinen Sekundärmarkt für die Anlagen bieten, handelt es sich bei ihnen nicht um multilaterale Handelssysteme.³¹⁶

4.2.1.6 Gewerbsmäßigkeit

Das Merkmal der *Gewerbsmäßigkeit* dürfte bei den Crowdfunding-Plattformen regelmäßig erfüllt sein, da diese gegen Gebühr bzw. Provision und in der Absicht handeln, Gewinne zu erwirtschaften. Nur wenn die Plattformen ohne die Absicht Gewinne zu erzielen und dazu vollkommen unentgeltlich tätig sind, käme es nach deutschem Recht auf das Kriterium eines *in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs* an. Denkbar wäre dies z. B. bei Plattformen, die ehrenamtlich und mit Spenden betrieben werden, etwa zur Finanzierung sozialer Projekte.

4.2.1.7 Ergebnis

Bank- und kapitalmarktrechtliche Erlaubnispflichten treffen Crowdfunding-Plattformen somit in der Regel nur wegen der gewerblichen Erbringung der Auftragsvermittlung gemäß § 1 Z 2 lit. a WAG bzw. der Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 2 dKWG, § 2 Abs. 3 Nr. 3 dWpHG.

In Österreich werden die Crowdfunding-Plattformen daher in der Regel eine Konzession als Wertpapierfirma oder Wertpapierdienstleistungsunternehmen benötigen, wenn es sich bei den von ihnen vermittelten Instrumenten um Finanzinstrumente nach § 1 Z 6 WAG (beim Crowdfunding insb. Aktien, Anleihen und Genussscheine) handelt. Zwar reicht nach § 2 Abs. 1 Z 15 WAG für den Vertrieb von Wertpapieren nach § 1 Z 6 lit. a und c WAG eine Gewerbeberechtigung nach § 136b GewO aus. Doch steht diese Möglichkeit nur natürlichen Personen offen und dürfte daher im Rahmen des Crowdfunding kaum praktische Bedeutung haben.

³¹⁵ Vgl. Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237 (251).

³¹⁶ Ausführlich hierzu: Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 237 (251).

Crowdfunding-Plattformen in Deutschland haben hingegen die Möglichkeit von einer Ausnahmeregelung zu profitieren. Nach § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 lit. e dKWG handelt es sich bei solchen Unternehmen nicht um Finanzdienstleistungsunternehmen, die als Finanzdienstleistungen für andere ausschließlich die Anlageberatung und die Anlagevermittlung zwischen Kunden und Anbietern oder Emittenten von Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 dVermAnlG erbringen. Dies betraf bis zum Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes beim Crowdfunding insbesondere die stillen Beteiligungen und die Genussrechte, welche bereits vor diesem Zeitpunkt in den Anwendungsbereich des dVermAnlG fielen. Nunmehr gilt diese Regelung auch für partiarische und Nachrangdarlehen. Wenn es sich bei den Unternehmen nicht um Finanzdienstleistungsinstitute handelt, scheidet damit bereits eine Einordnung als Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach den dWpHG aus. Darüber hinaus enthält auch das dWpHG eine Ausnahmeregelung, die inhaltlich mit derjenigen nach § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 lit. e dKWG übereinstimmt. So gilt ein Unternehmen nach § 2a Abs. 1 Nr. 7 lit. e dWpHG dann nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen, wenn es als Wertpapierdienstleistung für andere ausschließlich die Anlageberatung und die Anlagevermittlung zwischen Kunden und Anbietern oder Emittenten von Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 dVermAnlG erbringt.

Da die Plattformen neben der Anlagevermittlung regelmäßig keine anderen Finanzdienstleistungen erbringen, besteht eine Erlaubnispflicht in Deutschland nur dann, wenn andere Finanzinstrumente als Vermögensanlagen vermittelt werden. Letzteres ist etwa bei der *Bergfürst AG* der Fall, welche Aktien und Anleihen nach § 1 Abs. 11 Nr. 1 dKWG vertreibt und folgerichtig auch im Besitz einer Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 dKWG ist.

4.2.2 Regelungen für Investmentfonds

Es konnte bereits festgestellt werden, dass die kapitalsuchenden Unternehmen keine AIF nach § 2 Abs. 1 Z 1 AIFMG oder § 1 Abs. 3 dKAGB darstellen, da es an einem rechtlich oder wirtschaftlich selbstständigen Vermögen fehlt. An dieser Stelle zu prüfen, wie sich dies im Hinblick auf die Onlineplattformen verhält, die regelmäßig zwischen das kapitalsuchende Unternehmen und die Investoren geschaltet sind.

1.1.1.4.5. Organismus

Die Plattformen bündeln das Kapital der verschiedenen Anleger und stellen es nach Erreichen der Fundingschwelle den Unternehmen zur Verfügung. Ob die Plattform dadurch zu einem *Organismus* wird, hängt davon ab, ob die Anleger ihr Eigentumsrecht direkt ausüben können oder nicht. Nur wenn das Eigentum an den Vermögenswerten durch Anteile an einem kollektiven Organismus vermittelt wird und die Anleger ihr Eigentumsrecht nicht direkt ausüben können, liegt nach den Leitlinien der ESMA ein Organismus vor.³¹⁷ Da das gesammelte Kapital vom Plattformbetreiber zumeist treuhänderisch (Volkstreuhand oder Ermächtigungstreuhand) verwaltet werden dürfte, wird dieser regelmäßig auch als Organismus im Sinne von § 2 Abs. 1 Z 1 AIFMG und § 1 Abs. 1 dKAGB einzustufen sein.

1.1.1.4.6. Gemeinsame Anlagen

Weiterhin stellt sich nun die Frage, ob beim Crowdfunding das Merkmal *gemeinsame Anlagen* erfüllt ist. Unter *Anlagen* versteht man die Beteiligung der Anleger an den Chancen und Risiken des Organismus in der Form, dass die Anleger sowohl an Gewinnen als auch an Verlusten partizipieren.³¹⁸ Die Voraussetzung liegt dementsprechend dann nicht vor, wenn der Anleger einen bereits im Zeitpunkt seiner Investition festgelegten Betrag für seine Beteiligung erhalten soll.³¹⁹ Dies führt dazu, dass solche Beteiligungsformen, die keine Gewinn- oder Verlustbeteiligung beinhalten, an dieser Stelle ausscheiden. Dies betrifft z. B. das (nachrangige) Darlehen ebenso wie Unternehmensanleihen.³²⁰ Bei der stillen Beteiligung hängt die Qualifikation als Anlage hingegen von den Regelungen ab, die bezüglich einer Verlustbeteiligung getroffen wurden. Wurde eine solche ausgeschlossen, sind AIFMG bzw. dKAGB auch auf diese Art der Beteiligung nicht anwendbar.³²¹

1.1.1.4.7. Festgelegte Anlagestrategie

Soweit es sich bei den im Rahmen des Crowdfundings verwendeten Beteiligungsformen um gemeinsame Anlagen handelt, müsste dem Investment auch eine *festgelegte Anlagestrategie* zu Grunde liegen. Was genau darunter zu verstehen ist, ist weder dem

³¹⁷ Vgl. ESMA/2013/600, S. 6.

³¹⁸ Vgl. Brandl/Toman, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 163.

³¹⁹ Vgl. Brandl/Toman, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 163, m. w. N.

³²⁰ Vgl. Brandl/Toman, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 163 f.

³²¹ Vgl. Brandl/Toman, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 163 f.

AIFMG, noch dem dKAGB oder der AIFM-Richtlinie zu entnehmen und auch die erläuternden Bemerkungen des österreichischen Gesetzgebers enthalten zu dieser Frage keine näheren Ausführungen. Letztere verweisen lediglich darauf, dass mangels klarer Leitlinien auf europäischer Ebene eine Einzelfallbetrachtung geboten sei.³²² Während sich auch die FMA mit diesem Thema noch nicht näher befasst hat, hat die dBaFin hierzu ein Auslegungsschreiben³²³ verfasst. Darin bezieht sie sich auf die Leitlinien der ESMA. Danach ist erforderlich, dass der Organismus im Rahmen einer Strategie festlegt, wie das gemeinschaftliche Kapital verwaltet werden muss, damit es eine Gemeinschaftsrendite für die Anleger generiert.³²⁴ Ob dies der Fall ist, sei, so ESMA und dBaFin, anhand der vier folgenden Merkmale zu prüfen, welche (einzeln oder kumulativ) Indizien für das Vorliegen einer Anlagestrategie darstellten:³²⁵

- die Strategie ist spätestens zu dem Zeitpunkt festgelegt, zu dem die Beteiligung des Anlegers bindend geworden ist;
- die Strategie ist in einem Dokument ausgeführt, das Teil der Anlagebedingungen oder der Satzung des Organismus ist oder auf das in den Anlagebedingungen oder der Satzung Bezug genommen wird;
- der Organismus hat eine rechtlich bindende und von den Anlegern durchsetzbare Verpflichtung, die Strategie den Anlegern gegenüber einzuhalten;
- die Strategie konkretisiert die Richtlinien, nach denen die Anlage zu erfolgen hat (z. B. Anlage in bestimmte Kategorien von Vermögensgegenständen, Beschränkungen bei der asset allocation, Verfolgung bestimmter Strategien, Anlage in bestimmte geographische Regionen, Beschränkungen des Leverage, bestimmte Haltefristen oder sonstige Risikodiversifikationsvorgaben).

Die dBaFin verweist zudem auf die Gesetzesbegründung zu § 1 Abs. 1 dKAGB. Danach setzt das Vorliegen einer festgelegten Anlagestrategie voraus, dass die Kriterien, nach denen das eingesammelte Kapital angelegt werden soll, in einem über den einer allgemeinen Geschäftsstrategie/Unternehmensstrategie hinausgehenden Umfang

³²² Vgl. ErläutRV 2401 BlgNR 24. GP 12.

³²³ Vgl. *dBaFin*, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, Q 31-Wp 2137-2013/0006 v. 14. Juni 2013, zuletzt geändert am 9. März 2015, I. 5.

³²⁴ Vgl. ESMA/2013/611, S. 7.

³²⁵ Vgl. ESMA/2013/611, S. 7 f.; *dBaFin*, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, Q 31-Wp 2137-2013/0006 v. 14. Juni 2013, zuletzt geändert am 9. März 2015, I. 5.

schriftlich genau bestimmt sind.³²⁶ Der Unterschied zwischen Anlage- und Unternehmensstrategie³²⁷ bestehe somit darin, dass die Anlagekriterien bei der Anlagestrategie genau bestimmt und die Handlungsspielräume des AIF-Managers in den Anlagebedingungen, der Satzung oder im Gesellschaftsvertrag eingeschränkt seien.³²⁸

Inwieweit dem AIF-Manager ein Entscheidungsspielraum bei der Verwaltungstätigkeit zukommen muss, ist umstritten. Dies betrifft die Frage, ob es erforderlich ist, dass er die Wahl zwischen wenigstens zwei Anlageobjekten hat.³²⁹ Dies ist im Rahmen von Crowdfunding insbesondere deshalb von großer Bedeutung, weil dort in aller Regel nur in ein einziges Projekt investiert wird. Einige Stimmen bejahen das Vorliegen einer Anlagestrategie.³³⁰ Sie argumentieren, die Existenz des *Ein-Objekt-AIF* (§ 262 Abs. 2 dKAGB) lasse den Schluss darauf zu, dass es für eine Strategie auch genügen müsse, wenn keine Auswahl durch den AIF-Manager getroffen werden könne.³³¹ Andere hingegen lehnen das Vorliegen einer Anlagestrategie in diesem Fall ab, da ihrer Ansicht nach mangels Entscheidungsspielraum keine Anlagestrategie vorliege.³³²

Für die letztgenannte Ansicht streitet das Wortlautargument. So beschreibt der Duden den Begriff *Anlagestrategie* als „Strategie für das Kaufen und Verkaufen von Aktien, Anleihen u. Ä.“³³³ und den Begriff *Strategie* als „Plan des eigenen Vorgehens, der dazu dient, ein militärisches, politisches, psychologisches, wirtschaftliches o. ä. Ziel zu erreichen, und in dem man diejenigen Faktoren, die in die eigene Aktion hineinspielen könnten, von vornherein einzukalkulieren versucht“³³⁴. Somit lässt sich allein aus der Bedeutung des verwendeten Begriffs ableiten, dass mehrere Handlungsoptionen vorliegen müssen, um überhaupt von einer Strategie sprechen zu können.

Auch eine genaue Betrachtung des AIFMG, des dKAGB und der AIFM-Richtlinie sprechen für diese Ansicht. Gemäß der AIFM-Richtlinie, welche durch die beiden

³²⁶ Vgl. dBT-DrS. 17/12294, S. 201.

³²⁷ Vgl. ESMA/2013/611, S. 7.

³²⁸ Vgl. dBT-DrS. 17/12294, S. 201.

³²⁹ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker: Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 164.

³³⁰ Für Österreich vgl. *Gerstner/Leitner*, ÖBA 2013, 566 (570); für Deutschland vgl. *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (358).

³³¹ Vgl. *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (358).

³³² Vgl. *Kind/Haag*, DStR 2010, 1526 (1529); *Tollmann*, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie, Art. 2, Rn. 57 u. 63.

³³³ <http://www.duden.de/rechtschreibung/Anlagestrategie> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

³³⁴ <http://www.duden.de/rechtschreibung/Strategie> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

nationalen Gesetze jeweils umgesetzt wurde³³⁵ unterliegen die Manager von AIF sowohl gegenüber den Anlegern, als auch gegenüber den Aufsichtsbehörden zahlreichen Publizitäts- und Informationspflichten. Nach Art. 22 Abs. 1 der AIFMD muss der AIF-Manager beispielsweise spätestens sechs Monate nach Ende eines jeden Geschäftsjahres einen Jahresbericht vorlegen. Daneben bestehen auch Informationspflichten gegenüber den Anlegern (Art. 23 AIFMD). Diese Informationen betreffen z. B. die Anlagestrategie und die Anlageziele des AIF sowie eine Beschreibung der Verfahren, nach denen der AIF seine Anlagestrategie oder -politik ändern kann. Diese umfassenden Informations- und Berichtspflichten³³⁶ des AIF-Managers sprechen deutlich für die Annahme, dass die Wahl zwischen zumindest zwei Anlageobjekten erforderlich ist, um von einer Anlagestrategie sprechen zu können. Denn hätte der Manager keine Wahl, müsste er seine Entscheidungen nicht derart transparent machen.

Beim Crowdfunding will der Anleger nur in ein bestimmtes Unternehmen oder Projekt investieren. Der Plattformbetreiber mag zwar auch andere Unternehmen bzw. Projekte auf seiner Website präsentieren und für diese Geld der Nutzer einsammeln, ist aber an die Entscheidung des Anlegers für ein bestimmtes Unternehmen oder Projekt gebunden. Ihm fehlt es somit an einer Handlungsalternative. Hieraus folgt, dass sämtliche Crowdfunding-Projekte bereits mangels Anlagestrategie aus dem Anwendungsbereich von AIFMG und dKAGB ausscheiden, so dass die darin niedergeschriebenen Pflichten nicht zum Tragen kommen.

1.1.1.4.8. Zum Nutzen der Anleger

Sofern man jedoch mit den Vertretern der Gegenansicht vom Vorliegen einer Anlagestrategie ausgeht, wäre weitere Voraussetzung für die Anwendbarkeit von AIFMG und dKAGB, dass die Investition *zum Nutzen der Anleger* erfolgt. Dazu ist es erforderlich, dass der Plattformbetreiber das Kapital nicht für eigene Zwecke nutzt.³³⁷ Nicht erforderlich

³³⁵ Vgl. nur zum deutschen Recht: Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG), dBT-DrS. 17/12294, S. 1 f.

³³⁶ Zu den entsprechenden Vorschriften im AIFMG vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 165.

³³⁷ Vgl. *dBaFin*, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, Q 31-Wp 2137-2013/0006 v. 14. Juni 2013, zuletzt geändert am 9. März 2015, I. 6.

ist hingegen eine Gewinnerzielung, der Erhalt des Werts der Anlage reicht bereits aus.³³⁸ Diese Voraussetzungen sind beim Crowdfunding unproblematisch erfüllt.

1.1.1.4.9. Kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors

Schließlich wäre – als Negativkriterium – noch erforderlich, dass das zur Verfügung gestellte Kapital nicht direkt einer operativen Tätigkeit dient.³³⁹ Dieses Kriterium ist in der AIFMD selbst nicht enthalten und führt dazu, dass operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors keine Investmentvermögen darstellen, auch wenn sie dessen übrige Merkmale erfüllen sollten. Anders als der deutsche Gesetzgeber im dKAGB hat der österreichische Gesetzgeber dabei in § 2 Abs. 1 lit. a AIFMG noch ein Unmittelbarkeitskriterium aufgenommen. Hierdurch will er offenbar hervorheben, dass ein Organismus umso eher als AIF einzustufen ist, je mehr gesellschaftsrechtliche Ebenen das Kapital durchlaufen muss, bevor es für eine operative Tätigkeit genutzt werden kann.³⁴⁰

Die Abgrenzung zwischen operativen und nicht operativen Unternehmen ist gerade bei Crowdfunding-Finanzierungen in besonderem Maße praxisrelevant.³⁴¹ Sie bereitet allerdings mangels griffiger Kriterien erhebliche Schwierigkeiten.³⁴² Die ESMA sieht insbesondere solche Unternehmen als operativ tätig an, die überwiegend Güter und Handelswaren produzieren, kaufen, verkaufen, tauschen, Immobilien errichten oder sonstige Dienstleistungen außerhalb des Finanzsektors anbieten oder einer Kombination dieser Tätigkeiten nachgehen.³⁴³ Die dBaFin schließt sich dieser Ansicht an.³⁴⁴ Es gibt aber auch kritische Stimmen.³⁴⁵ *Loritz/Rickmers*³⁴⁶ argumentieren, die Probleme bei der Auslegung dieses Negativmerkmals in Deutschland seien darauf zurückzuführen, dass die Merkmale der operativen Tätigkeit und des Finanzsektors von die dBaFin, im Gegensatz zur ESMA, auseinandergezogen würden und damit als Tatbestandsmerkmale einen eigenständigen Gehalt bekämen. Ihrer Meinung nach gilt: „Auch Unternehmen, die sich im Rahmen ihrer operativen Tätigkeit fremder Dienstleister oder gruppeninterner Gesellschaften bedienen, sind weiterhin als operativ anzusehen, solange die

³³⁸ Vgl. *Tollmann*, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie, Art 2 Rn. 55.

³³⁹ Vgl. Begr. RegE dKAGB, dBT-DrS. 17/12294, S. 201.

³⁴⁰ Vgl. *Brandl/Toman* in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 166.

³⁴¹ Vgl. *Eckhold/Balzer*, in: Assmann/Schütze, § 22 Rn. 26.

³⁴² Vgl. *Poelzig/Volmer*, DNotZ 2014, 483 (486).

³⁴³ Vgl. ESMA/2013/600, S. 29; ESMA/2013/611, S. 3.

³⁴⁴ Vgl. *dBaFin*, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, Q 31-Wp 2137-2013/0006 v. 14. Juni 2013, zuletzt geändert am 9. März 2015, I. 7.

³⁴⁵ Vgl. *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101 (2106 ff.); *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2201).

³⁴⁶ So *Loritz/Rickmers*, NZG 1241 (1245).

unternehmerischen Entscheidungen im laufenden Geschäftsbetrieb durch die ausdrückliche Vereinbarung von Gestaltungs-, Lenkungs- und Weisungsrechten bei dem Unternehmen selbst verbleiben.“³⁴⁷

Auch dieses Kriterium führt dazu, dass das AIFMG und das dKAGB in wohl allen Fällen von Crowdfunding nicht zur Anwendung gelangen. Der Grund hierfür ist, dass die Investitionen beim Crowdfunding in besonderem Maße dazu dienen, auf einer Internetplattform dargestellte Geschäftsideen oder Projekte von Unternehmen zu realisieren, welche mithin außerhalb des Finanzsektors operativ tätig sind.³⁴⁸

4.2.3 Erlaubnispflicht als Zahlungsdienstleister

Weiterhin kommt für die Crowdfunding-Plattformen eine Erlaubnispflicht nach dem ZaDiG bzw. dZAG in Frage. Beide Gesetze dienen der Umsetzung der EU Zahlungsdiensterichtlinie³⁴⁹ und sind daher weitgehend deckungsgleich.

In Österreich bedarf nach § 5 Abs. 1 Satz 1 ZaDiG die gewerbliche Erbringung einer oder mehrerer Zahlungsdienste i. S. d. § 1 Abs. 2 ZaDiG im Inland der Konzession als Zahlungsinstitut durch die FMA. In Deutschland unterliegen Zahlungsdienstleister nach § 8 Abs. 1 dZAG der Erlaubnispflicht. Eine Qualifikation von Crowdfunding-Plattformen als Zahlungsdienstleister kommt dann in Frage, wenn diese als eine Bankenerlaubnis als Kreditinstitut haben (§ 1 Abs. 1 Nr. 1 dZAG) oder Zahlungsdienste gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, die einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetrieb erfordern (§ 1 Abs. 1 Nr. 5 dZAG).³⁵⁰

Im Rahmen des Crowdfunding kommt insbesondere die Erbringung des Zahlungsgeschäfts nach § 1 Abs. 2 Z 2 ZaDiG bzw. § 1 Abs. 2 Nr. 2 dZAG in der Variante des Überweisungsgeschäfts (§ 1 Abs. 2 Z 2 lit. c ZaDiG bzw. § 1 Abs. 2 Nr. 2 lit. b ZDG) sowie die Erbringung des Finanztransfergeschäfts nach § 1 Abs. 2 Z 5 ZaDiG bzw. § 1 Abs. 2 Nr. 6 ZDG durch die Plattformen in Betracht.

³⁴⁷ *dBaFin*, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“ (Stand: 09.03.2015), Punkt I. 7.

³⁴⁸ Vgl. für Österreich *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 166.

³⁴⁹ RL 2007/64/EG.

³⁵⁰ Vgl. BeckOK BGB/*Schmalenbach*, § 657d Rn 2.

4.2.3.1 Finanztransfergeschäft

Beim Finanztransfergeschäft handelt es sich um die Erbringung von Diensten, bei denen ohne Einrichtung eines Zahlungskontos auf den Namen des Zahlers oder des Zahlungsempfängers ein Geldbetrag eines Zahlers ausschließlich zum Transfer eines entsprechenden Betrags an einen Zahlungsempfänger oder an einen anderen, im Namen des Zahlungsempfängers handelnden Zahlungsdienstleister entgegengenommen wird oder bei dem der Geldbetrag im Namen des Zahlungsempfängers entgegengenommen und diesem verfügbar gemacht wird. Es handelt sich somit um einen dreistufigen Vorgang, bestehend aus der Entgegennahme, dem Transfer und der Auszahlung des Geldes.³⁵¹ Entscheidend ist dabei zum einen das Fehlen eines Zahlungskontos und zum anderen, dass das Geld nicht länger gehalten wird, als für das Weiterleiten erforderlich.³⁵²

Gerade die letztgenannte Voraussetzung werden die Crowdfunding-Plattformen regelmäßig nicht erfüllen. Diese sammeln die Gelder und schütten sie erst mit dem Erreichen der Fundingschwelle an die Unternehmen aus bzw. zahlen sie an die Investoren zurück, wenn das Fundingziel verfehlt wurde. Das Erbringen des Finanztransfergeschäfts durch die Crowdfunding-Plattformen scheidet damit regelmäßig aus.³⁵³

4.2.3.2 Zahlungsgeschäft (Überweisungsgeschäft)

Unter dem Zahlungsgeschäft in der Variante des Überweisungsgeschäfts ist das Auslösen eines Zahlungsvorgangs durch den Zahler zu verstehen, bei welchem ein Betrag vom Zahlungskonto des Zahlers auf das des Zahlungsempfängers transferiert wird. Erfasst werden sowohl Daueraufträgen als auch Einzelüberweisungen.³⁵⁴ In seinem Kern deckt sich das Überweisungsgeschäft dabei mit dem Girogeschäft (Durchführung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in laufender Rechnung für andere),³⁵⁵ welches ebenfalls Daueraufträge und Einzelüberweisungen umfasst.

Letztere liegen beim Crowdfunding vor. Der Betrag, den der Anleger in ein Projekt investieren will, wird von dessen Konto – über die Plattform als Treuhänderin – auf das Konto des Unternehmens übertragen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Ausführung

³⁵¹ Vgl. *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 171.

³⁵² Vgl. zur Vorgängerregelung *Höllerer/Neubauer/Traxler*, ÖBA 2004, 897 (900).

³⁵³ So auch *Brandl/Toman*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 171.

³⁵⁴ Vgl. *Leixner*, ZaDiG, § 1 Rn. 10.

³⁵⁵ Vgl. *Gapp/Lanschützer*, ZFR 2009, 170 (172) sowie *dBaFin*, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz (ZAG), Stand: 22.12.2011, 2. b).

von Einzelüberweisungen gegenüber anderen Zahlungsdiensten subsidiär ist. Die Vorschrift des § 1 Abs. 2 Z 2 lit. c ZaDiG kommt bei Einzelüberweisungen nur dann zur Anwendung, wenn kein anderer Tatbestand des § 1 Abs. 2 ZaDiG erfüllt ist.³⁵⁶ So verhält es sich beim Crowdfunding jedoch. Wie bereits festgestellt, liegt aufgrund der fehlenden unmittelbaren Überweisung kein Finanztransfergeschäft vor. In der Regel beauftragen die Internetplattformen ein Kreditinstitut mit der treuhänderischen Verwahrung der eingesammelten Gelder, weswegen sie selbst als Zahlungsdienstleister ausscheiden.³⁵⁷ Etwas anders würde dann gelten, sollte eine Internetplattform die Gelder der Investoren selbst vereinnahmen.

4.2.3.3 Gewerblichkeit

Eine Konzession als Zahlungsinstitut benötigen Crowdfunding-Plattformen – sollten sie doch als solches zu qualifizieren sein – jedoch nur dann, wenn Sie Zahlungsdienste gewerbsmäßig oder, in Deutschland, in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetrieb erfordert. Bezüglich des Gewerbebegriffs kann – ebenso wie im Rahmen der Prüfung der Anwendbarkeit des BWG – wieder auf die Definition der Gewerblichkeit in § 2 Abs. 1 UStG abgestellt werden, wonach – unabhängig vom Vorliegen einer Gewinnerzielungsabsicht – jede nachhaltige Tätigkeit zur Erzielung von Einnahmen gewerblich ist. Die Tätigkeit der Crowdfunding-Plattformen ist in der Regel als nachhaltig einzustufen und geschieht zudem in der Absicht, Einnahmen zu generieren, die Tatbestandsmerkmale der Gewerblichkeit sind somit erfüllt.

Allerdings weisen das ZaDiG und das UStG unterschiedliche Regelungsziele auf. Mit dem UStG wird eine möglichst umfassende Besteuerung bezweckt, wohingegen das ZaDiG primär auf den Funktionsschutz abzielt.³⁵⁸ Aus dem 6. Erwägungsgrund der Zahlungsdienste-Richtlinie, dem sich der österreichische Gesetzgeber bei Erlass des ZaDiG angeschlossen hat, folgt, dass kostenlose Nebenleistungen, die nach dem UStG durchaus gewerblich sein können, vom Gewerblichkeitsbegriff des ZaDiG nicht erfasst sein sollen.³⁵⁹

³⁵⁶ Vgl. *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann*, in: Weilingner, ZaDiG, § 1 Rn. 42; anders in Deutschland, wo das Finanztransfergeschäft den Auffangtatbestand darstellt: vgl. hierzu Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), Stand: 22.12.2011, 2. f).

³⁵⁷ Vgl. *Nietsch/Eberle*, DB 2014, 1788 (1791).

³⁵⁸ Vgl. *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann*, in: Weilingner, ZaDiG, § 1 Rn. 11.

³⁵⁹ Vgl. ErläutRV 207 BlgNR 24. GP 8.

Zu diesen kostenlosen Nebentätigkeiten zählen solche, die akzessorisch zur Hauptleistung sind, jedoch nur einen geringen Anteil an der gesamten Geschäftstätigkeit haben sowie solche Tätigkeiten, die für die Erbringung der Hauptleistung nicht notwendig sind.³⁶⁰ Die Entgegennahme und Weiterleitung der Gelder durch die Crowdfunding-Plattformen wird wohl lediglich als eine Nebentätigkeit in Bezug auf das Zusammenführen von Unternehmen und Investoren im Hinblick auf ein konkretes Projekt erfolgen. Auch dürfte der Umfang dieser Dienstleistungen keinen Umfang annehmen, der Einfluss auf die Stabilität des Finanzmarkts haben könnte. Dementsprechend ist der Aussage von *Brandl/Toman* zuzustimmen, dass gute Gründe dafür sprechen, die Crowdfunding-Plattformen mangels Gewerblichkeit nicht der Konzessionspflicht nach dem ZaDiG zu unterwerfen.³⁶¹

Diese Überlegungen lassen sich grundsätzlich auch auf die Rechtslage in Deutschland übertragen. Allerdings kommt hier bei fehlender Gewerblichkeit der Auffangtatbestand der Erforderlichkeit in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetriebs zum Tragen, welcher im Einzelfall zu prüfen wäre.

4.2.4 Gewerberecht

Weiterhin könnten die Crowdfunding-Plattformen für ihre Tätigkeit einer gewerberechtlichen Erlaubnis bedürfen. In Österreich kommt insbesondere eine Einordnung als gewerbliche Vermögensberater im Sinne des § 94 Z 75 GewO oder als Wertpapiervermittler in Sinne des § 94 Z 77 GewO in Frage. In Deutschland hingegen könnte die Ausübung der erlaubnispflichtige Tätigkeit der Finanzanlagevermittlung nach § 34f dGewO oder der Honorar-Finanzanlageberatung nach § 34h dGewO vorliegen.

4.2.4.1 Gewerblicher Vermögensberater

Nach § 136a Abs. 1 Z 2 lit. a GewO ist für die Vermittlung von Veranlagungen und Investitionen außerhalb des Anwendungsbereichs des WAG eine Gewerbeberechtigung als gewerblicher Anlageberater im Sinne des § 94 Z 75 GewO erforderlich.

Neben der Tätigkeit als Anlagevermittler ist auch denkbar, dass ein Plattformbetreiber aufgrund seiner Tätigkeit im Bereich des Crowdlending unter § 136a Abs. 1 Z 2 lit. b GewO (Kreditvermittler) fällt. Nach dieser Vorschrift sind gewerbliche Vermögensberater zur

³⁶⁰ Vgl. *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann*, in: Weilingner, ZaDiG, § 1 Rn. 20.

³⁶¹ Vgl. *Brandl/Toman*, in Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding, S. 171.

Vermittlung von Personalkrediten, Hypothekarkrediten und Finanzierungen (Vorstellen, Anbieten und andere Vorarbeiten zu Kreditverträgen sowie deren Abschließen für den Kreditgeber) berechtigt. Liegt ein solcher Fall vor, muss die Plattform nach § 136a Abs. 1a GewO eine Reihe von Informations- und Sorgfaltspflichten erfüllen.

4.2.4.2 Wertpapiervermittler

Denkbar ist grundsätzlich auch, dass einige Crowdfunding-Plattformen als Wertpapiervermittler nach § 94 Z 77 GewO einzustufen sind. Dann würde § 136b GewO zur Anwendung gelangen. Eine Gewerbeberechtigung als Wertpapiervermittler können jedoch ausschließlich Wertpapiervermittler im Sinne des § 2 Abs.1 Z 15 WAG und damit ausschließlich natürliche Personen erlangen. Damit kommt dieser Möglichkeit in der Crowdfunding-Praxis wohl keine Bedeutung zu. Die Konzessionspflicht von Crowdfunding-Plattformen, die Wertpapiere vermitteln, richtet sich damit ausschließlich nach dem WAG.

4.2.4.3 Verhaltenspflichten in Österreich

Mangels abweichender Standards und aufgrund der bisherigen Rechtsprechung finden die Wohlverhaltensregeln des WAG auch auf solche Dienstleistungen Anwendung, die ihm nicht direkt unterfallen.³⁶² Dies geschieht entweder durch Verweisung – so sind z. B. nach § 136a Abs. 11 GewO bei der Annahme und Übermittlung von Aufträgen im Zusammenhang mit Veranlagungen die Anforderungen des § 44 WAG zu erfüllen – oder durch analoge Anwendung der Vorschriften des WAG auf die gewerblichen Vermögensberater.³⁶³ Die diesbezügliche Beaufsichtigung erfolgt allerdings nicht durch die FMA, sondern durch die Gewerbebehörden, welche schwerlich in der Lage sein dürften, das gleiche Aufsichtsniveau zu gewährleisten, wie die FMA.

4.2.4.4 Finanzanlagevermittlung

In Deutschland bedürften die Crowdfunding-Plattformen dann der Erlaubnis als sog. Finanzanlagenvermittler im Sinne des § 34f dGewO, wenn sie in die Bereichsausnahme des in § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 dKWG fallen. Für Crowdfunding-Plattformen kann dabei, wie festgestellt, insbesondere der Ausnahmetatbestand des § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 lit. e dKWG

³⁶² Vgl. *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding, S. 174.

³⁶³ Vgl. *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding, S. 174.

eingreifen. Ist dies der Fall, benötigen die Plattformen eine Erlaubnis nach § 34f Abs. 1 Nr. 1 dGewO.

Solange die partiarischen und die Nachrangdarlehen nicht in den Anwendungsbereich des Vermögensanlagegesetzes fielen, genügte diesbezüglich die verhältnismäßig leicht zu erhaltende Erlaubnis nach § 34c Abs. 1 Nr. 2 dGewO. Nach dieser Vorschrift bedarf der Erlaubnis der zuständigen Behörde, wer gewerbsmäßig den Abschluss von Darlehensverträgen vermittelt oder die Gelegenheit zum Abschluss solcher Verträge nachweist.³⁶⁴

4.2.4.5 Honorar-Finanzanlageberatung

Ferner kommt in Deutschland eine Erlaubnispflicht nach § 34h dGewO in Betracht, sollte im Rahmen des Crowdfindings seitens der Plattform Honorar-Finanzanlageberatung erbracht werden. Nach § 34h Abs. 1 Satz 1 dGewO bedarf derjenige der Erlaubnis der zuständigen Behörde, der im Umfang der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 des dKWG gewerbsmäßig zu Finanzanlagen i. S. d. § 34f Abs. 1 Nr. 1, 2 oder 3 dGewO Anlageberatung i. S. d. § 1 Abs. 1a Nr. 1a des dKWG erbringen will, ohne von einem Produktgeber eine Zuwendung zu erhalten oder von ihm in anderer Weise abhängig zu sein. Da Crowdfunding-Plattformen derzeit in der Regel keine Anlageberatung erbringen, kommt der Vorschrift in Bezug auf Crowdfunding aktuell keine Bedeutung zu.

4.2.4.6 Verhaltenspflichten in Deutschland

Als Finanzanlagevermittler nach § 34f dGewO haben die Internetplattformen die Vorschriften der Finanzanlagenvermittlungsverordnung (dFinVermV) zu beachten. Zu den darin enthaltenen Pflichten zählen unter anderem

- die Offenlegung von Zuwendungen durch Gewerbetreibende nach § 34f dGewO (§ 17 dFinVermV),
- eine redliche, eindeutige und nicht irreführende Information und Werbung (§ 14 dFinVermV),
- die Information des Anlegers über Risiken, Kosten, Nebenkosten und Interessenkonflikte (§ 13 dFinVermV) sowie

³⁶⁴ Vgl. Dörner, AssCompact Oktober 2012, 7 (8).

- die Einholung von Informationen über den Anleger zur Empfehlung geeigneter Vermögensanlagen (§ 16 dFinVermV).

Es ist anzunehmen, dass das deutsche Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz auch die im Rahmen der Darstellung der Prospektpflicht nach dem dVermAnlG bereits erwähnte Pflicht, die Einhaltung der in § 2a Abs. 3 dVermAnlG (Befreiungen für Schwarmfinanzierungen) genannten Betragsgrenzen zu prüfen, in diese Verordnung zeitnah integrieren wird.

4.2.5 Alternativfinanzierungsgesetz

Voraussetzung dafür, dass Internetplattformen (vgl. § 2 Z 5 AltFG) alternative Vermögensanlagen zwischen Emittenten und Anlegern vermitteln dürfen, ist zunächst, dass diese entweder eine Konzession als gewerbliche Vermögensberater nach § 94 Z 75 GewO oder – bei Vermittlung von alternativen Finanzinstrumenten, die unter § 1 Z 6 WAG fallen – eine Konzession als Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 4 Abs. 1 WAG besitzen. Genau wie die Emittenten der alternativen Finanzinstrumente dürfen die Plattformen nicht über eine Konzession nach dem BWG, dem AIFMG, dem ZaDiG, dem VAG, oder dem E-Geldgesetz verfügen.

Ist diese Voraussetzung erfüllt, treffen die Plattformen, wie schon die Unternehmen, eine Reihe von Pflichten. So müssen die Plattformen nach § 5 AltFG

- Pflichten zur Geldwäscheprävention (Abs. 2 Z 1) nach dem WAG oder der GewO, insbesondere zur Identifizierung von Anlegern (Abs. 2 Z 2) beachten;
- Vorbehaltlich anderweitiger Informationspflichten (Abs. 6), über die eigene Plattform und ihren Betreiber (Abs. 3 Z 1), über Auswahlkriterien für Projekte (Abs. 3 Z 2), über die eingehobenen Entgelte (Abs. 3 Z 3) und die von den Unternehmen zu veröffentlichenden Informationen und Jahresabschlüsse (Abs. 3 Z 4) informieren;
- ihren Jahresabschlusses (Abs. 4) veröffentlichen und
- darauf hinweisen, dass im Sinne der Risikostreuung möglichst nur Geldbeträge investiert werden sollen, die in näherer Zukunft auch liquide nicht benötigt oder zurückerwartet werden und dass das Risiko eines Totalverlusts der Investition besteht (Abs. 8).

Ferner besteht für die Plattformbetreiber das Verbot, auf der eigenen Plattform als Emittent zu agieren, es sei denn, es sich um eine geringfügige Beteiligung handelt, die ausschließlich dazu dient, den Informationsfluss zwischen Emittenten und Anlegern zu erleichtern und darauf ausdrücklich hingewiesen wird (§ 5 Abs. 7 AltFG).

5 Zivilrechtliche Risiken

Die zahlreichen Rechtsbeziehungen der beim Crowdfunding beteiligten Personen führen auch zu Haftungsrisiken, insb. bei den Emittenten und den Crowdfunding-Plattformen. Die wichtigsten dieser Risiken sollen im Folgenden kurz dargestellt werden.

5.1 Haftung wegen fehlerhafter Anlageberatung

Wie bereits festgestellt werden konnte, erbringen die Crowdfunding-Plattformen derzeit keine Anlageberatung gegenüber den Anlegern. Der Grund hierfür liegt in den nicht unerheblichen zivilrechtlichen Risiken, die mit einer solchen Beratung verbunden sind. Verletzt der Anlageberater seine Beratungspflichten, so haftet er dem Anleger nach § 1295 Abs. 1 ABGB bzw. § 280 Abs. 1 dBGB auf Ersatz des entstandenen Schadens. Dabei ist der Anleger regelmäßig so zu stellen, wie er stünde, wenn er die Anlage nicht getätigt hätte, § 1323 ABGB bzw. § 249 dBGB.

5.2 Haftung wegen Verstoßes gegen einen Auskunftsvertrag

Nicht ganz so eindeutig verhält es sich hingegen mit der Haftung der Plattformen wegen eines Verstoßes gegen die Pflichten aus einem möglicherweise im Rahmen der Anlagevermittlung zustande gekommenen Auskunftsvertrag.

Kommt im Einzelfall ein solcher Vertrag zustande und verletzt der Plattformbetreiber seine Auskunftspflichten, so haftet er dem Anleger, wie bei einer fehlerhaften Anlageberatung, nach § 1295 Abs. 1 ABGB bzw. § 280 Abs. 1 dBGB auf Ersatz des entstandenen Schadens. Es ist also nur verständlich, dass die Plattformen den (stillschweigenden) Abschluss eines Auskunftsvertrages unbedingt vermeiden wollen.

5.3 Prospekthaftung

Sofern im Rahmen des Crowdfundings Prospektpflichten bestehen, geht mit diesen auch die Prospekthaftung einher. Diese unterteilt sich in Österreich wie in Deutschland in die spezialgesetzliche und die zivilrechtliche Prospekthaftung.³⁶⁵

³⁶⁵ Zur Auslegung des europäischen Kollisionsrechts in Bezug auf die Prospekthaftung vgl. *Freitag*, WM 2015, 1665 ff.

5.3.1 Spezialgesetzliche Prospekthaftung

In Österreich ist die spezialgesetzliche Prospekthaftung in § 11 KMG geregelt. Demnach haften der Emittent sowie die weiteren an der Prospekterstellung beteiligten Personen jedem Anleger für den Schaden, der ihm im Vertrauen auf die Prospektangaben, die für die Beurteilung der Wertpapiere oder Veranlagungen erheblich sind, entstanden ist.

In Deutschland finden sich spezialgesetzliche Prospekthaftungsvorschriften im dWpPG und im dVermAnlG, jeweils bezogen auf die in diesen Gesetzen geregelten Prospektvorschriften. Im dWpPG ist die Prospekthaftung in den §§ 21 bis 25 geregelt. Nach § 21 dWpPG haften diejenigen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben, und diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht, dem Erwerber von Wertpapieren, die auf Grund eines Prospekts *zum Börsenhandel zugelassen* sind, in dem für die Beurteilung der Wertpapiere wesentliche Angaben unrichtig oder unvollständig sind, auf Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Ausgabepreis der Wertpapiere nicht überschreitet. Für das Crowdfunding eher relevant ist die Vorschrift des § 22 dWpPG, wonach § 21 dWpPG entsprechend anwendbar ist, wenn in einem veröffentlichten Prospekt, der *nicht Grundlage für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einer inländischen Börse* ist, für die Beurteilung der Wertpapiere wesentliche Angaben unrichtig oder unvollständig sind. Schließlich kann der Erwerber nach § 24 dWpPG vom Emittenten und dem Anbieter als Gesamtschuldnern die Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Erwerbspreis nicht überschreitet, und der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen, wenn ein Prospekt entgegen § 3 Abs. 1 Satz 1 dWpPG nicht veröffentlicht worden ist. § 25 dWpPG schließlich enthält Regelungen zur Unwirksamkeit von Haftungsbeschränkungen (Abs. 1) und bestimmt, dass weitergehende vertragliche Ansprüche nach dem dBGB oder aus unerlaubten Handlungen unberührt bleiben (Abs.2).

Im dVermAnlG ist die Prospekthaftung in den §§ 20 (fehlerhafter Verkaufsprospekt) und 21 (fehlender Verkaufsprospekt) geregelt und entspricht im Wesentlichen den Vorschriften der §§ 21 und 24 dWpPG. Darüber hinaus kann der Erwerber nach § 22 dVermAnlG von dem Anbieter die Übernahme der Vermögensanlagen gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Erwerbspreis der Vermögensanlagen nicht überschreitet, und der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen, wenn das

Vermögensanlageninformationsblatt fehlerhaft war oder ihm nicht zur Verfügung gestellt wurde.

5.3.2 Zivilrechtliche Prospekthaftung

In Österreich kommt, wenn sich der Anleger nicht auf mangelhafte Angaben im Kapitalmarktprospekt gestützt hat, eine Haftung nach allgemein bürgerlich-rechtlichen Grundsätzen³⁶⁶ in Frage.³⁶⁷ Nach der Rechtsprechung werden durch die Verbreitung fehlerhafter Prospekte die dem Publikum gegenüber bestehenden Informationspflichten verletzt, die den vorvertraglichen Aufklärungspflichten entsprechen und auf denselben Grundwertungen beruhen.³⁶⁸ Bei der Prospekthaftung handelt sich um eine typisierte Vertrauenshaftung aus Verschulden bei Vertragsabschluss (*culpa in contrahendo*).³⁶⁹ Der Prospekt bildet im Regelfall die Grundlage für die wirtschaftlich bedeutsame und mit Risiken verbundene Anlageentscheidung. Aus diesem Grunde muss sich der potentielle Kapitalanleger grundsätzlich auf die sachliche Richtigkeit und Vollständigkeit der im Prospekt enthaltenen Angaben verlassen dürfen. Es haften alle jene Personen für eine sachlich richtige und vollständige Information, die durch ihr nach außen in Erscheinung tretendes Mitwirken an der Prospektgestaltung einen *besonderen* Vertrauenstatbestand schaffen.³⁷⁰ Voraussetzung für eine Prospekthaftung ist schon angesichts ihres schadenersatzrechtlichen Charakters, dass der in Anspruch Genommene die Unrichtigkeit der Prospektangaben kennt oder kennen musste.³⁷¹ Die unrichtigen, unvollständigen oder irreführenden Angaben müssen darüber hinaus wesentlich, das heißt so beschaffen sein, dass sich unter Anlegung eines objektiven Maßstabs ein durchschnittlicher, verständiger Anleger von diesen Angaben bei einer Auswahlentscheidung unter mehreren Anlagemöglichkeiten beeinflussen lässt.³⁷²

In Deutschland wird zwischen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im engeren Sinne und der bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne unterschieden. Nach der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im engeren Sinne, die von der Rechtsprechung *aus den Grundsätzen* der *culpa in contrahendo* (§ 311 Abs. 2 und

³⁶⁶ Allgemein zur zivilrechtlichen Prospekthaftung in Österreich vgl. *Ritt-Huemer*, Der Anlegerschaden, S. 17.

³⁶⁷ Vgl. OGH 6 Ob 2100/96h; OGH 10 Ob 69/11m.

³⁶⁸ Vgl. OGH 10 Ob 9/12i; OGH 10 Ob 69/11m, m. w. N.

³⁶⁹ Vgl. RIS-Justiz RS0108218.

³⁷⁰ Vgl. RIS-Justiz RS0107352.

³⁷¹ Vgl. RIS-Justiz RS0108625.

³⁷² Vgl. RIS-Justiz RS0108624.

Abs. 3 dBGB) entwickelt wurde, haften die Prospektverantwortlichen für die Inanspruchnahme desjenigen abstrakten Vertrauens, das der Anleger typischerweise hinsichtlich der Vollständigkeit und Korrektheit der Prospektangaben hat.³⁷³ Zu dem Kreis der Haftenden zählen beispielsweise Initiatoren, Mitglieder der Leitungsorgane des Emittenten sowie Hintermänner, Garanten und externe Berater.³⁷⁴

Die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne hat ihren Ursprung – wie die zivilrechtliche Prospekthaftung in Österreich und im Gegensatz zur Prospekthaftung im engeren Sinne – in der *eigentlichen culpa in contrahendo*. Dementsprechend setzt sie die konkrete Inanspruchnahme persönlichen Vertrauens voraus, weswegen sie als Spezialfall der Sachwalterhaftung angesehen wird.³⁷⁵ Der Kreis der haftenden Personen kann deckungsgleich mit dem der Prospekthaftung im engeren Sinne sein, soweit diese nicht nur typisiertes, sondern auch tatsächliches Vertrauen der Anleger in Anspruch nehmen. Er kann aber auch weiter reichen – z. B. auch Vermittler der Vermögensanlage umfassen – oder enger sein, da er die Hintermänner nicht erfasst, die in aller Regel nicht in persönlichen Kontakt zum Anleger treten.³⁷⁶

Voraussetzung für das Eingreifen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ist, dass ein unvollständiger oder unrichtiger Prospekt kausal für die Anlageentscheidung war und beim in Anspruch genommenen ein Verschulden gemäß § 276 dBGB vorliegt.³⁷⁷ Die Voraussetzungen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung sind damit weniger streng als bei den spezialgesetzlichen Prospekthaftungsvorschriften. So greift die Haftung bereits bei leichter Fahrlässigkeit ein. Auch ist der Kreis der haftenden Personen weiter. So haften beispielsweise neben der sog. Leitungsgruppe auch Hintermänner und Garanten (insbesondere berufsmäßige Sachkundige).

Aufgrund des Umstands, dass die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung entwickelt wurde, um Haftungslücken zu schließen,³⁷⁸ stellt sich jedoch die Frage, ob diese neben spezialgesetzlichen Prospekthaftungsvorschriften überhaupt zur Anwendung gelangen

³⁷³ Vgl. Palandt/*Grüneberg*, § 311, Rn. 67; BGHZ 71, 284 (286 ff.); BGHZ 79, 337 (342); dBGH WM 1982, 90 (91); dBGH WM 1991, 1543, 1433 f.; *Ellenberger*, Prospekthaftung im Wertpapierhandel, S. 95; *Lang*, BKR 2004, 122 (123).

³⁷⁴ Vgl. *Engelhardt*, Börsenprospekthaftung, S. 156; *Suchomel*, NJW 2013, 1126 (1127).

³⁷⁵ Vgl. Palandt/*Grüneberg*, § 280 Rn. 71, *Heisterhagen*, DStR 2006, 759 (760); *Ehricke*, in: Hopt/Voigt, S. 231; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 9.29 ff.; *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 166 ff.

³⁷⁶ Vgl. *Suchomel*, NJW 2013, 1126 (1128).

³⁷⁷ Vgl. *MüKoBGB/Emmerich*, § 311 Rn. 165.

³⁷⁸ Vgl. *Oulds*, in: Kümpel/Wittig, Rn. 15.244.

kann. Das Vermögensanlagengesetz und seine Vorgängervorschrift, das Verkaufsprospektgesetz, sollten den grauen Kapitalmarkt regeln, für den bis dahin lediglich die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung existierte, und damit genau diese Haftungslücken schließen. Die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung könnte also durch die Prospekthaftung des dVermAnlG nach dem Grundsatz *lex specialis derogat legi generali* verdrängt werden.³⁷⁹

Hinsichtlich der *bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im weiteren Sinne* ergibt sich aus dem Entwurf des dAnSVG 2004 ausdrücklich, dass diese durch die spezialgesetzliche Prospekthaftung verdrängt werden soll.³⁸⁰ Anwendbar bleibt sie hingegen, in Bezug auf von den §§ 20 und 21 dVermAnlG nicht erfasste, am Vertrieb der Vermögensanlagen Beteiligte, z. B. Vermittler.³⁸¹

Ob auch die *bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne* durch die spezialgesetzliche Prospekthaftung verdrängt wird, hängt davon ab, welche Rechtsnatur diese hat.³⁸² In § 25 Abs. 2 dWpPG sowie § 20 Abs. 6 Satz 2 und § 21 Abs. 5 Satz 2 dVermAnlG ist nämlich jeweils geregelt, dass weiter gehende Ansprüche, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder unerlaubten Handlungen erhoben werden können, unberührt bleiben. Die Natur der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ist umstritten. Sie wird von einigen als rechtsgeschäftliche Haftung³⁸³, von anderen wiederum als eine gesetzliche Vertrauenshaftung³⁸⁴ oder als Sonderdelikt³⁸⁵ eingestuft.

Ausgangspunkt für die Lösung dieses Streits muss der § 311 dBGB sein, in dessen Absätzen 2 und 3 die culpa in contrahendo kodifiziert ist. Dieser steht im Buch 2 des dBGB, Abschnitt 3 „Schuldverhältnisse aus Verträgen“. Daher scheint es sich bei der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung zunächst um eine rechtsgeschäftliche Haftung zu handeln.

³⁷⁹ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1415).

³⁸⁰ Vgl. dBT-DrS. 15/3174, S. 44.

³⁸¹ Vgl. dBT-DrS. 15/3174, S. 44.

³⁸² Vgl. bereits zu §§ 44ff. BörsG vgl. *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633 (1638 ff.); *Pleyer/Hegel*, ZIP 1986, 681 ff.

³⁸³ Vgl. *Köndgen*, AG 1983, 85 (90 ff.).

³⁸⁴ Vgl. *Coing*, WM 1980, 206 (211); *Bröcker*, in: Claussen, § 6 Rn. 94; *Krause*, ZGR 2002, 799 (829); *Lehmann*, WM 1985, 181 (183 f.); *Kamlah*, WM 1998, 1429 (1435); *Braun/Rotter*, BKR 2003, 918 (921); im Wesentlichen zu §§ 37b, 37c WpHG: *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633 (1637 f.).

³⁸⁵ Vgl. *Assmann*, in: Assmann/Schütze, § 6 Rn. 28; *Gebauer*, Börsenprospekthaftung und Kapitalerhaltungsgrundsatz in der Aktiengesellschaft, S. 75 ff.; zur Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG; *Sethe*, in: Assmann/Schneider, Vor §§ 37b, 37c Rn. 5 f.

Dann wäre diese nach § 25 Abs. 2 dWpPG bzw. § 20 Abs. 6 Satz 2 und § 21 Abs. 5 Satz 2 dVermAnlG neben der jeweiligen spezialgesetzlichen Prospekthaftung weiter anwendbar. Allerdings unterscheidet der § 311 dBGB selbst zwischen solchen Schuldverhältnissen, die durch Vertrag begründet wurden (§ 311 Abs. 1 dBGB) und anderen Schuldverhältnissen (§ 311 Abs. 2 und Abs. 3 dBGB). Es handelt sich somit bei schuldrechtlichen Beziehungen, die bei der Anbahnung eines Vertrags entstehen, um gesetzliche Schuldverhältnisse.³⁸⁶ Ansprüche aus gesetzlichen Schuldverhältnissen werden jedoch von § 20 Abs. 6 Satz 2 dVermAnlG nicht ausdrücklich für unberührt erklärt.

Mithin kommt die Anwendung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung neben der Haftung aus § 20 dVermAnlG nur dann in Betracht, wenn man den Gesetzeszweck des dVermAnlG als vorrangig betrachtet und daher einen möglichst umfassenden Anlegerschutz bezweckt.³⁸⁷ Betrachtet man hingegen den gesetzgeberischen Willen als ausschlaggebend, kommt man zu einem Vorrang der spezialgesetzlichen Haftung vor der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im engeren Sinne.³⁸⁸

Auch wenn dem Anlegerschutz möglicherweise durch eine parallele Anwendbarkeit der beiden Haftungsregelungen besser gedient wäre, darf aber nicht außer Acht gelassen werden, dass es dem Gesetzgeber obliegt, Art, Umfang und Voraussetzungen einer Haftung zu regeln. Macht er von dieser Möglichkeit Gebrauch, muss dies zu einer Verdrängung der durch richterliche Rechtsfortbildung entwickelten Grundsätze führen. Wäre dies nicht der Fall, würden damit die Gesetzgebungskompetenz der Legislative und die Gewaltenteilung aus Art. 20 Abs. 3 GG unterlaufen. Die spezialgesetzliche Prospekthaftung in § 20 VermAnlG muss daher die *bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im engeren Sinne* verdrängen.

Dementsprechend sind Prospekthaftungsansprüche in Bezug auf Crowdfunding-Beteiligungen allein nach dem Regelwerk des Vermögensanlagegesetzes zu beurteilen, sofern die Beteiligungen in dessen Anwendungsbereich fallen.³⁸⁹ Ob im Hinblick auf die Prospektpflicht eine Ausnahme oder Befreiung nach den §§ 3 f. dWpPG oder §§ 2 ff. dVermAnlG eingreift, ist dabei unerheblich. Schließlich hat der Gesetzgeber durch die

³⁸⁶ Vgl. Palandt/*Grüneberg*, Überbl. v. § 311 Rn. 5.; *Suchomel*, NJW 2013, 1126 (1129); zum gesetzlichen Schuldverhältnis aus culpa in contrahendo im Zusammenhang mit Prospekthaftung auch bereits *Wittmann*, DB 1980, 1579 (1580).

³⁸⁷ So *Meuschke*, AG 2013, R292 (R294).

³⁸⁸ So *Suchomel*, NJW 2013, 1126 (1131); MünchHdb/*Horbach*, § 69 Rn. 52a.

³⁸⁹ Vgl. Palandt/*Grüneberg*, § 311 Rn. 68.

Schaffung der Ausnahme den Willen zum Ausdruck gebracht, dass gerade keine Prospekthaftung eingreifen soll.³⁹⁰

³⁹⁰ Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1415).

6 Missbrauchsrisiken

Seit mit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 auch private Kleinanleger in großem Maße Verluste an den Finanzmärkten erlitten haben, steht deren Regulierung im Fokus der Öffentlichkeit. Eine besondere Bedeutung kommt dabei dem Anlegerschutz zu. Jedenfalls seit den im Jahr 2012 bekannt gewordenen Manipulationen der Leitzinssätze LIBOR und EURIBOR sind aber auch die Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation zunehmend in den Blickpunkt geraten. In diesem Abschnitt soll der Frage nachgegangen werden, inwieweit beim Crowdfunding Risiken in Bezug auf Insiderhandel, Marktmanipulation und für die Anleger bestehen.

6.1 Insiderhandel

Sowohl in Österreich (§ 48b BörseG), als auch in Deutschland (§ 14 dWpHG) bestehen strafrechtlich sanktionierte (§ 48b BörseG, § 38 Abs. 1 dWpHG) Insiderhandelsverbote, die in ihrer heutigen Form auf der bereits dargestellten Marktmissbrauchsrichtlinie³⁹¹ beruhen.

Der Schutzzweck der Insiderregeln besteht nach nahezu einhelliger Auffassung im Schrifttum – in Übereinstimmung mit dem europäischen Recht³⁹² – im Schutz des überindividuellen Rechtsguts der Funktionsfähigkeit des organisierten Kapitalmarkts. Umstritten ist jedoch, ob das Verbot daneben auch anlegerschützenden Charakter hat und, wenn ja, ob es nur *die Anleger* als Gesamtheit oder auch den einzelnen Anleger schützt. Während die h. M. einen individualschützenden Charakter der Normen verneint und dem Verbot im Hinblick auf den Anlegerschutz lediglich eine mittelbare Wirkung bzw. eine

³⁹¹ RL 2003/6/EG.

³⁹² Die erste Insiderrichtlinie aus dem Jahr 1989 stützt sich auf Art. 100a EGV a. F. Dieser regelt die Rechtsangleichung zur Verwirklichung eines Binnenmarktes. Als Rechtsgrundlage der Marktmissbrauchsrichtlinie dient Art. 95 EGV, der wiederum das Errichten und das Funktionieren des Binnenmarktes zum Gegenstand hat. Das Beruhen der beiden Richtlinien auf diesen, dem Binnenmarkt dienenden Normen, zeigt den einen starken Marktbezug und deutet damit auf eine überindividuelle Schutzrichtung hin.

*Reflexwirkung*³⁹³ zugesteht,³⁹⁴ sehen die Vertreter der Gegenauffassung durch die Insiderhandelsverbote auch den einzelnen Anleger geschützt.³⁹⁵

Konkret verbieten es die Insiderhandelsverbote, eine Insider-Information mit dem Vorsatz auszunützen, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen, indem davon betroffene Finanzinstrumente gekauft, verkauft oder einem Dritten zum Kauf oder Verkauf angeboten oder empfohlen werden oder die Insider-Information, ohne dazu befugt zu sein, einem Dritten zugänglich gemacht wird.

Eine Insider-Information ist nach § 48a Abs. 1 Z 1 BörseG bzw. § 13 Abs. 1 Satz 1 und 2 dWpHG – mit leicht abweichendem Wortlaut – eine öffentlich nicht bekannte, genaue Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, weil sie ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde.

Entscheidend für die Anwendbarkeit der Verbotsnormen ist dabei, dass es sich bei den Finanzinstrumenten, auf welche sich die Insider-Information bezieht, um solche handelt, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde oder deren Preis unmittelbar oder mittelbar von solchen Finanzinstrumenten abhängt (§ 48a Abs. 1 Z 3 lit. g und j BörseG, § 12 dWpHG).

Obschon gerade bei Start-up-Unternehmen bereits kleine Veränderungen im Unternehmen oder bei der Geschäftsentwicklung spürbare Auswirkungen auf deren Erfolg und damit auch auf den Wert der ausgegebenen Beteiligungsinstrumenten haben können, kommt dem Insiderhandelsverbot in Bezug auf das Crowdfunding derzeit keine Bedeutung zu. Denn

³⁹³ Vgl. *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135 (162); *Assmann*, AG 1994, 204; Vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*: Vor § 12 Rn. 39 u. 45.

³⁹⁴ Vgl. Begr. RegE 2. dFFG, dBT-Drs, 12/6679, S. 47, 57; *Hammen*, in: *Hammen/Bressler/Lösler*, Insiderrecht/Compliance, Rn. 7/672, 7/764; *Caspari*, ZGR 1994, 5322; *Happ*, JZ 1994, 243 f.; *Oulds*, in: *Kümpel/Wittig*, Rn. 14.142 ff.; *Kaiser*, WM 1997, 1557 (1559 f.); *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, § 14 Rn. 10.

³⁹⁵ Vgl. *Bröcker*, in: *Claussen*, § 6, Rn. 95.

wie bereits dargestellt, werden die im Rahmen des Crowdfundings ausgegebenen Beteiligungsinstrumente derzeit üblicherweise nicht an geregelten Märkten gehandelt.

6.2 *Marktmanipulation*

Ebenso wie der Insiderhandel, ist in Österreich (§ 48c BörseG) und Deutschland (§ 20a dWpHG) auch die Marktmanipulation verboten. Übertretungen dieses Verbots werden in Österreich als Verwaltungsübertretung (§ 48c BörseG) und in Deutschland als Straftat (§ 38 Abs. 2 dWpHG) geahndet. Genau wie die Insiderhandelsverbote beider Länder, beruhen deren Marktmanipulationsverbote in ihrer derzeitigen Fassung auf der Marktmissbrauchsrichtlinie³⁹⁶.

Auch in Bezug auf das Verbot der Marktmanipulation ist der Schutzzweck umstritten. Während teilweise davon ausgegangen wird, dass das Verbot jedenfalls in solchen Fällen auch dem individuellen Anlegerschutz diene, in welchen „die Tat manipulativ unmittelbar auf eine Schädigung der Erwerber der Wertpapiere gerichtet ist“³⁹⁷, geht die wohl herrschende Meinung in Schrifttum und Lehre davon aus, dass der Schutzzweck des Verbots überindividueller Natur und ein mittelbarer Anleger- und Vermögensschutz hingegen lediglich als Schutzreflex zu qualifizieren sei.³⁹⁸

Unter Marktmanipulation werden in Österreich (§ 48a Abs. 1 Z 2 BörseG) und Deutschland (§ 20a Satz 1 dWpHG) – wiederum mit geringfügigen sprachlichen Abweichungen – folgende Handlungen verstanden:

- Geschäfte oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder ihren Kurs geben oder geben könnten, oder den Kurs eines oder mehrerer Finanzinstrumente durch eine Person oder mehrere, in Absprache handelnde Personen in der Weise beeinflussen, dass ein anormales oder künstliches Kursniveau erzielt wird;

³⁹⁶ RL 2003/6/EG.

³⁹⁷ dBGH v. 27.01.2010 – 5 StR 254/09.

³⁹⁸ Vgl. dBT-DrS. 10/318, S. 45; LG Berlin v. 08.03.2005 (505) 3 Wi Js 82/04 (11/04); LG Berlin v. 20.05.2008 – 515 AR 1/07; dBGH v. 19.04.2004 – II ZR 218/03; BVerfG v. 24.09.2002 – 2 BvR 742/02; *Fuhrmann*, in: Erbs/Kohlhas, § 88 BörsG, Rn. 2; *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rn. 372 „Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an Börsen“; *Sorgenfrei*, in: Park, §§ 20a, 38 II, 39 I Nr. 1-2, II Nr. 11, IV WpHG, Rn. 10 „Funktionsschutz der Leistungsfähigkeit der kapitalmarktbezogenen Einrichtungen und der Ablaufmechanismen“; *Barnert*, WM 2002, 1473 (1483); *Fleischer*, NJW 2002, 2977 (2979); *Fleischer*, in: Fuchs, WpHG, § 20a WpHG, Rn. 154; *Möller*, WM 2002, 310 (313) „überindividueller Vermögensschutz“.

- Geschäfte oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Täuschungshandlungen;
- Die Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich Internet oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Finanzinstrumente geben oder geben könnten, unter anderem durch Verbreitung von Gerüchten sowie falscher oder irreführender Nachrichten, wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.

Wie auch beim Insiderhandelsverbot ist es für das Verbot der Marktmanipulation erforderlich, dass es sich bei den Finanzinstrumenten, auf welche sich die Marktmanipulation bezieht, um solche handelt, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde oder deren Preis unmittelbar oder mittelbar von solchen Finanzinstrumenten abhängt (§ 48a Abs. 1 Z 3 lit. g und j BörseG, § 20a Abs. 1 Satz 2 dWpHG).

Somit scheidet die Anwendbarkeit der Marktmanipulationsverbotstatbestände im Rahmen des Crowdfunding aus demselben Grund wie der Tatbestand des Insiderhandels, nämlich dass die im Rahmen des Crowdfunding begebenen Finanzinstrumente regelmäßig nicht an geregelten Märkten gehandelt werden.

6.3 Anlegerschutz

Vor dem Hintergrund, dass es sich bei Investitionen im Rahmen des Crowdfunding zumeist um Investitionen handelt, die für den Anleger ein erhebliches Risiko bergen, das eingesetzte Kapital vollständig zu verlieren, spielt der Anlegerschutz eine nicht unerhebliche Rolle.

Soweit es sich bei den Crowdfunding-Plattformen um Wertpapierfirmen oder Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach dem WAG bzw. dem dWpHG handelt, gelten für diese die Wohlverhaltenspflichten nach den §§ 43 ff. WAG, §§ 31 ff. dWpHG. Sind die Plattformen auf Grundlage einer Konzession nach einer der Gewerbeordnungen tätig, so sind in Österreich, wie bereits beschrieben, die Wohlverhaltenspflichten des WAG analog anzuwenden, während in Deutschland die Regeln der dFinVermV Anwendung finden.

Darüber hinaus gelten die bereits erwähnten Informationspflichten nach § 4 AltFinG und den §§ 6, 13 und 15 dVermAnlG und sind die Beträge, die von einzelnen Anlegern im Rahmen von Crowdfunding entgegengenommen werden können durch § 3 Abs. 1 Z 2, Abs. 3 AltFinG bzw. § 2a Abs. 3 dVermAnlG beschränkt, wenn von den entsprechenden Ausnahmenvorschriften zur Prospektpflicht Gebrauch gemacht werden soll.

Diese Regelungen sollten dazu geeignet sein, den Anlegern auch dann einen Eindruck von den Chancen und Risiken der Beteiligung zu geben, wenn kein Prospekt erstellt werden muss. Darüber hinaus beschränken sie den Verlust, den ein Anleger mit einer einzelnen Anlage erleiden kann. Auch lässt sich durch die Informationspflichten das Risiko jedenfalls verringern, dass sich Unternehmen in betrügerischer Absicht bei Crowdfunding-Plattformen anmelden, um Geld für eine vorgetäuschte Geschäftsidee einzusammeln.³⁹⁹ Zwar lassen sich die Pflichtinformationen durchaus ebenfalls fingieren, doch steigt der Aufwand für einen solchen Betrug damit erheblich an.

Bedenklich erscheint hingegen, dass es den Betreibern von Crowdfunding-Plattformen gestattet ist, sich an den Unternehmen bzw. Projekten zu beteiligen, die über die eigene Crowdfunding-Plattform Kapital einsammeln. Hierdurch kann bei den Anlegern der Eindruck entstehen, dass es sich bei der Anlage um ein besonders sicheres oder erfolgsversprechendes Engagement handelt, wenn sogar der Plattformbetreiber eigenes Kapital investiert. Denn regelmäßig wird der Anleger davon ausgehen, dass der Plattformbetreiber aufgrund seiner besonderen Nähe zu den kapitalsuchenden Unternehmen und seiner besonderen Sachkenntnis einen Informationsvorsprung vor dem *normalen* Anleger hat. Besonders bedenklich wäre es, wenn ein Projekt nur durch ein Investment der Plattform die Fundingschwelle erreichen würde. In diesem Fall würde ein wichtiger Aspekt des Crowdfundings unterlaufen werden, nämlich dass das Interesse oder Desinteresse der Anleger an einem Unternehmen oder Projekt auch einen ersten Rückschluss auf das spätere Interesse des Marktes am unterstützten Produkt ermöglicht.

Ob die geschilderten Gefahren in Österreich dadurch abgemildert werden, dass § 5 Abs. 7 Satz 2 AltFinG es Betreibern einer Internetplattform nur dann gestattet, als Anleger auf der eigenen Internetplattform zu agieren, wenn es sich um eine geringfügige Beteiligung handelt, die ausschließlich dazu dient, den Informationsfluss zwischen Emittenten und Anlegern zu erleichtern und darauf auch hingewiesen wird, bleibt abzuwarten.

³⁹⁹ Vgl. hierzu *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 (1412).

Entscheidend dürfte dabei sein, wie der Begriff der *geringfügigen Beteiligung* in der Praxis ausgelegt und wie konsequent Verstöße gegen das Verbot tatsächlich untersucht und geahndet werden. Im Interesse einer klaren Regelung und der Vermeidung von Interessenkonflikten wäre es jedoch wünschenswert, wenn den Betreibern der Internetplattformen ein Agieren als Anleger auf der eigenen Crowdfunding-Plattform vollständig untersagt werden würde.

7 Geldwäsche

Bislang noch kaum beleuchtet wurde die Frage, inwieweit sich Crowdfunding-Projekte für die Zwecke der Geldwäscherei eignen. Als Geldwäsche bezeichnet man die Einschleusung illegal erwirtschafteten Geldes in den legalen Finanz- und Wirtschaftskreislauf. Dies geschieht in drei Stufen, die als Einspeisung (placement), Verschleierung (layering) und Integration (integration) bezeichnet werden.⁴⁰⁰ Während in der ersten Phase das inkriminierte Bargeld in den Finanz- und Wirtschaftskreislauf eingeschleust⁴⁰¹ und dessen Herkunft in der zweiten Phase verschleiert wird, so dass sich dessen Herkunft nicht mehr ermitteln lässt⁴⁰², wird das Geld in der dritten Phase wie rechtmäßig erworbenes Vermögen genutzt⁴⁰³. Letzteres geschieht z. B. durch den Erwerb von Immobilien oder Unternehmensanteilen.

Da insbesondere die klassischen Banken seit dem 1990er Jahren einem zunehmend strengen Geldwäscheregime unterliegen, erscheint es für Geldwäscher naheliegend, auf weniger streng überwachte Bereiche auszuweichen. Dabei können auch Investitionen im Rahmen von Crowdinvesting in Frage kommen.

7.1 Verpflichtete

Wie attraktiv es für Geldwäscher wirklich ist, über Crowdfunding-Plattformen illegale Gelder zu waschen, hängt maßgeblich davon ab, welche Sorgfaltspflichten die Plattformen in Bezug auf die Anleger einzuhalten haben.

7.1.1 Österreich

In Österreich sind die rechtlichen Grundlagen zur Verhinderung von Geldwäsche in verschiedenen Gesetzes geregelt. Zu den wesentlichsten, auch in Bezug auf Crowdfunding relevanten, gehören die §§ 365m bis 365z GewO, die §§ 39 bis 41 BWG, § 6 WAG, §§ 4 Abs. 5 und 5 Abs. 2 AltFinG sowie § 165 und 278d StGB.

Gewerbliche Vermögensberater sind nach § 365m GewO zur Einhaltung der Sorgfaltspflichten zur Bekämpfung von Geldwäsche verpflichtet, soweit sie als Versicherungsvermittler (§§ 136a Abs. 1 Z 2 lit. c, 137a Abs. 1 GewO) tätig sind. Dies ist

⁴⁰⁰ Vgl. *Herzog/Achtelik*, in: Herzog GWG, Einleitung Rn. 7 ff.

⁴⁰¹ Vgl. *Herzog/Achtelik*, in: Herzog GWG, Einleitung Rn. 8 f.

⁴⁰² Vgl. *Herzog/Achtelik*, in: Herzog GWG, Einleitung Rn. 10.

⁴⁰³ Vgl. *Herzog/Achtelik*, in: Herzog GWG, Einleitung Rn. 11.

bei Crowdfunding-Plattformen nicht der Fall. Allerdings müssen nach § 5 Abs. 2 Z 1 und 2 AltFG die Betreiber einer Crowdfunding-Internetplattform, sofern auf sie nicht die Bestimmungen des WAG anwendbar sind, die Vorschriften der §§ 365m bis 365z GewO in Bezug auf Emittenten und Anleger einhalten und deren Identitäten feststellen.

Für Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute (inkl. Zahlungsinstitute, E-Geldinstitute und Leasingunternehmen), Wertpapierfirmen, Wertpapierdienstleistungsunternehmen und deren Erfüllungsgehilfen gelten die Geldwäschepräventionspflichten nach dem BWG (§ 40 Abs. 1 Satz 1 BWG bzw. § 6 WAG i. V. m. § 40 ff. BWG). Nur Crowdfunding-Plattformen, die als ein solches Unternehmen (oder dessen Erfüllungsgehilfe) zu qualifizieren sind, unterliegen daher den kunden- und transaktionsbezogenen Sorgfalts- (§§ 40 bis 40c BWG) und Meldepflichten (§ 41 BWG).

7.1.2 Deutschland

Auch wenn Deutschland, anders als Österreich, über ein eigenes Geldwäschegesetz (dGwG) verfügt, finden sich trotzdem auch in anderen Gesetzen diesbezügliche Regelungen. Dies sind in wesentlichen § 25h dKWG und § 261 StGB.

Wen Pflichten nach dem Geldwäschegesetz treffen, ist in Deutschland in § 2 Abs. 1 dGwG geregelt. Hierzu zählen u. a. Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Institute und Agenten nach dem dZAG, E-Geld-Institute sowie Finanzunternehmen. Wie bereits festzustellen war, erfüllen die Crowdfunding-Plattformen in Deutschland regelmäßig die Voraussetzungen für eine Qualifikation als Finanzdienstleistungsinstitut, jedoch zumeist auch die Voraussetzung der Ausnahmegesetzgebung des § 2 Abs. 6 Nr. 8 lit. e dKWG. Damit unterliegen nur diejenigen Plattformen den kunden- und transaktionsbezogenen Identifikations- (§ 3 Abs. 1 Nr. 1, § 4 dGwG), Sorgfalts- (§ 3, 5 bis 7 dGwG) und Meldepflichten (§ 11 dGwG) nach dem Geldwäschegesetz, die nicht in den Anwendungsbereich dieser Ausnahmegesetzgebung fallen. Bis zum Inkrafttreten des aktuellen Geldwäschegesetzes im Jahr 2008 zählten noch alle sonstigen Gewerbetreibenden zu den Verpflichteten nach dem Geldwäschegesetz (§ 3 Abs. 1 Satz 2 dGwG a. F.). In der aktuellen Fassung des dGwG zählen hingegen entsprechend Art. 2 Nr. 2 lit. e der 3. EU-Anti-Geldwäscherichtlinie⁴⁰⁴ nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 dGwG nur noch solche Personen zu den

⁴⁰⁴ RL 2005/60/EG.

Verpflichteten, die gewerblich mit Gütern handeln. Für alle anderen Gewerbetreibenden wurde die Verpflichtung aufgehoben.⁴⁰⁵

Während die Crowdfunding-Plattformen heute in Österreich also den Geldwäschevorschriften der GewO oder des BWG unterliegen, bewegen sich die meisten Plattformen in Deutschland außerhalb des Anwendungsbereichs der Geldwäschevorschriften. Es fragt sich daher, ob dies unter Risikogesichtspunkten hingenommen werden kann oder ob Regelungsbedarf besteht.

7.2 Risikolage

Zunächst könnte man davon ausgehen, dass Crowdfunding-Beteiligungen sich für Geldwäschewecke eher weniger gut eignen, da regelmäßig nur kleinere Beträge eingesetzt werden bzw. eingesetzt werden können (Betragsgrenzen je Anleger). Das zu waschende Geld müsste daher auf viele Unternehmen bzw. Projekte verteilt werden, wodurch der Aufwand gegenüber einzelnen, größeren Anlagen sehr hoch ist. Allerdings könnten gerade die niedrigen Beträge auch mit dazu beitragen, dass die Geldwäsche unerkannt bleibt, da sie sich unterhalb der Aufmerksamkeitsschwelle der Geldwäscheverpflichteten abspielen könnte. Darüber hinaus entfallen für die Geldwäscher die Betragsgrenzen nach § 3 Abs. 1 Z 2 AltFinG und § 2a Abs. 3 dVermAnlG, wenn für die Geldwäsche, wie allgemein üblich, zwischengeschaltete juristische Personen genutzt werden. Auf diese Weise könnten dann auch größere Summen auf einmal gewaschen werden. Daher besteht durchaus ein reelles Risiko, dass Crowdfunding-Beteiligungen für Geldwäschewecke missbraucht werden könnten.

Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die über die Crowdfunding-Plattformen eingesammelten Anlegergelder auf Bankkonten eingehen, welche die Plattformen wiederum bei Kreditinstituten unterhalten. Dabei werden die eingehenden (wie auch die ausgehenden) Gelder von den Geldwäscheüberwachungssystemen der Kreditinstitute erfasst. Ob bestimmte Transaktionen dabei auffällig werden, hängt maßgeblich davon ab, wie die Kreditinstitute ihre Programme eingestellt haben, ob also spezielle Indizien zur Überwachung der Konten von Crowdfunding-Plattformen vorhanden sind. Ist dies der Fall, dürften – verglichen mit den Umsätzen anderer Unternehmen – keine erhöhten Risiken

⁴⁰⁵ Vgl. *Warius*, in: Herzog GWG, § 2 Rn. 189.

hinsichtlich einer Geldwäsche beim Crowdfunding bestehen. Die Vorschriften in Deutschland sind daher – jedenfalls noch – als ausreichend anzusehen.

Sollte sich allerdings zeigen, dass es den kontoführenden Kreditinstituten zukünftig nicht effektiv möglich ist, die Zahlungsströme der Crowdfunding-Plattformen auf verdächtige Transaktionen hin zu untersuchen oder dass die Aufklärung der Mittelherkunft an unzureichenden Informationen über die Investoren scheitert (z. B. wenn diese Gelder von Konten in Staaten mit niedrigeren Geldwäschestandards überweisen), würde dies die Risikolage verändern. In diesem Fall wären die (supra-)nationalen Gesetzgeber gut beraten, die Crowdfunding-Plattformen ausdrücklich in den Kreis der zur Geldwäscheprävention verpflichteten Unternehmen mit einzubeziehen, wie dies in Österreich bereits der Fall ist.

8 Schlussbetrachtungen

Die vorliegende Untersuchung hat gezeigt, dass das in seiner Grundstruktur bereits seit langem bekannte Crowdfunding durch die Möglichkeiten der zunehmenden Digitalisierung und Vernetzung ein gewaltiges neues Potential erhalten hat. Davon profitieren in besonderem Maße künstlerische Projekte, aber auch junge, innovative Unternehmen, die einen Bedarf an neuen, alternativen Finanzierungsformen haben, da ihnen die herkömmlichen Formen der Finanzierung häufig nicht zur Verfügung stehen.

Deutlich wurde aber auch, dass beim Crowdfunding und speziell beim Crowdfunding neben den Chancen auch erhebliche Risiken bestehen. Das wohl entscheidendste Risiko ist das Risiko der Unterstützer, einen Totalverlust des eingesetzten Kapitals zu erleiden, ohne dass das unterstützte Projekt erfolgreich verwirklicht, geschweige denn, Gewinne erwirtschaftet wurden, an denen sie hätten teilhaben können.

8.1 *Bewertung der Regelungen in Österreich und Deutschland*

Wie festgestellt werden konnte, haben sowohl Österreich als auch Deutschland, Regelungen mit Blick auf das Thema Crowdfunding in dem Bemühen erlassen, den Chancen und Risiken dieser Finanzierungsform gerecht zu werden. Dabei haben die beiden Staaten unterschiedliche Schwerpunkte gesetzt. Vorrangiges Ziel des österreichischen Gesetzgebers beim Erlass des AltFG war es, den festgestellten Mangel an alternativen Finanzierungsmöglichkeiten für kleine und mittelständische Unternehmen zu beseitigen.⁴⁰⁶ Die deutsche Regelung, das Kleinanlegerschutzgesetz, wurde hingegen erkennbar vor dem Hintergrund der Insolvenz der *Prokon Regenerative Energien GmbH*⁴⁰⁷ erlassen⁴⁰⁸ und stellt den Anlegerschutz in den Fokus.

Die unterschiedliche Schwerpunktsetzung ist dabei – zumindest auch – der unterschiedlichen Ausgangslage in beiden Staaten geschuldet. Während in Österreich bislang kein nennenswerter Crowdfunding Markt vorhanden war, war dieser in

⁴⁰⁶ Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 1.

⁴⁰⁷ Die *Prokon Regenerative Unternehmen GmbH* warb für die Entwicklung und den Betrieb von Anlagen zur Erzeugung regenerativer Unternehmen über eine Tochtergesellschaft Kommandit- und Genussschuldkapital bei Privatanlegern ein.

⁴⁰⁸ Vgl. *Lochmaier*, Die Bank 2015, 61 (61).

Deutschland bereits etabliert und der deutsche Gesetzgeber reagierte auf festgestellte Regelungslücken und fehlenden Anlegerschutz.⁴⁰⁹

Auch die unterschiedliche Vorgehensweise, die beide Staaten dabei gewählt haben – Österreich hat mit dem AltFG ein eigenes neues Gesetz geschaffen, Deutschland durch das Kleinanlegerschutzgesetz lediglich bestehende Gesetze geändert – trägt dabei den unterschiedlichen rechtlichen Voraussetzungen in beiden Ländern Rechnung. Während in Österreich seit dem Inkrafttreten des KMG am 01.01.1992 Prospektpflichten auch im Hinblick auf Veranlagungen, also nicht unter den Wertpapierbegriff fallende Finanzinstrumente bestanden,⁴¹⁰ wurde der *graue Kapitalmarkt* in Deutschland erst mit Inkrafttreten des Vermögensanlagengesetzes am 1. Juni 2012 einer Regulierung unterworfen. Doch auch nach diesem Zeitpunkt bestanden in Deutschland für die partiarischen und die Nachrangdarlehen zunächst keinerlei Pflichten. Dies änderte sich erst mit der Anpassung des dVermAnlG durch das Kleinanlegerschutzgesetz.

Während also in Österreich Crowdfunding Finanzierungen in der Vergangenheit dem regulären Kapitalmarkregime mit seinen, gerade für kleine und mittlere Unternehmen, teilweise hohen Anforderungen unterworfen waren, konnten sich die Emittenten in Deutschland lange außerhalb jeder Regulierung bewegen.

Trotz der unterschiedlichen Schwerpunktsetzung, ähneln sich die Regelungen in beiden Staaten stark. Dies geht nicht zuletzt auf den gemeinsamen europäischen Rechtsrahmen zurück. Gleichwohl gibt es auch Unterschiede. Der größte Unterschied besteht darin, dass das AltFG in Österreich Erleichterungen für die Emission aller Formen von alternativen Finanzinstrumenten vorsieht, während in Deutschland nur partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen, und sonstige Anlagen, die einen Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gewähren oder im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld einen vermögenswerten auf Barausgleich gerichteten Anspruch vermitteln von den besonderen Befreiungen für Schwarmfinanzierungen (§ 2a dVermAnlG) profitieren. Für die vor Einführung des dVermAnlG bei Crowdfunding Finanzierungen in Deutschland sehr beliebten Genussrechte und stillen Beteiligungen gelten hingegen lediglich die allgemeinen Ausnahmenvorschriften nach § 2 Abs. 1 Nr. 3 dVermAnlG mit erheblich geringeren Grenzwerten. Das gleiche gilt für solche Beteiligungsformen, die – wie etwa Aktien oder

⁴⁰⁹ Vgl. *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding, S. 185.

⁴¹⁰ Vgl. *Oberndorfer*, Die Prospektpflicht nach dem KMG, S. 10 f.

Inhaberschuldverschreibungen – dem Regime des dWpPG unterfallen, mit Blick auf die Ausnahmen nach § 3 Abs. 2 dWpPG.

Die Regelung in Deutschland ist dabei kritisch zu sehen. Sie erfolgte offenbar vor dem Hintergrund, dass (partiarische) Nachrangdarlehen bei Erlass des Kleinanlegerschutzgesetzes die am häufigsten genutzte Beteiligungsform beim Crowdfunding waren. Dieser Umstand beruhte wiederum darauf, dass die (partiarischen) Nachrangdarlehen zu dieser Zeit die letzte verbleibende Möglichkeit für die Emittenten waren, sich außerhalb der Prospektpflichten zu bewegen. Für eine Beschränkung der Befreiungen für Schwarmfinanzierungen (§ 2a dVermAnlG) auf bestimmte Beteiligungsformen besteht jedoch kein nachvollziehbarer Grund. Insbesondere kann dem Anlegerschutz durch die übrigen Voraussetzungen der Befreiungsvorschrift ausreichend Rechnung getragen werden. Im Interesse einer möglichst umfassenden Gestaltungsfreiheit wäre der deutsche Gesetzgeber daher gut beraten, die entsprechende Regelung bei nächster Gelegenheit auf alle Vermögensanlagen auszuweiten.

Ein weiterer Unterschied zwischen den Regelungen in Österreich und Deutschland besteht darin, dass Vermögensanlagen in Deutschland eine Mindestlaufzeit von 24 Monaten ab dem Zeitpunkt des erstmaligen Erwerbs und eine Kündigungsfrist von mindestens sechs Monaten aufweisen müssen (§ 5a dVermAnlG), während es in Österreich keine vergleichbare Regelung gibt.

Eine solche Regelung bietet Vor- und Nachteile. So wurde im Rahmen ihrer Einführung seitens des Bundesrats kritisiert, der Anleger müsse sich bei sich abzeichnenden Verlusten von einer Anlage trennen und einen Verlust nicht „sehenden Auges in Kauf nehmen“⁴¹¹ müssen.⁴¹²

Die Halte- und Kündigungsfristen verdeutlichen dem Anleger jedoch, dass er eine unternehmerische Investition vornimmt, die er nicht nach freiem Belieben rückgängig machen kann.⁴¹³ Zudem garantieren sie den Unternehmen eine gewisse Planungssicherheit.⁴¹⁴ Sie verhindern, dass die Unternehmen den Anlegern das investierte Kapital kurzfristig auf deren Verlangen zurückerstatten müssen.⁴¹⁵ Eine entsprechende

⁴¹¹ Empfehlungen der Ausschüsse im Bundesrat, dBR-DrS. 638/1/14, S. 14.

⁴¹² Vgl. Empfehlungen der Ausschüsse im Bundesrat, dBR-DrS. 638/1/14, S. 14.

⁴¹³ Vgl. *Möllers/Kastl*, NZG 2015, 849 (851).

⁴¹⁴ Vgl. *Jesch/Siemko*, BB 2014, 2570 (2570).

⁴¹⁵ Vgl. *Möllers/Kastl*, NZG 2015, 849 (851).

Regelung existiert in Deutschland mit § 255 Abs. 3 Satz 1 dKAGB bereits für offene Immobilien-AIF. Auf diese Weise soll der Anleger vor übereilten Verkäufen von Fondsanteilen geschützt werden, welche die Renditen negativ beeinflussen können.⁴¹⁶ Außerdem soll dadurch sichergestellt werden, dass sich Anleger bei Anlaufschwierigkeiten nicht gleich wieder von der Anlage trennen, sondern abwarten, bis sich die Anlage amortisiert hat.⁴¹⁷ Der Fall *Prokon* hat zudem vor Augen geführt, dass Kündigungen von Vermögensanlagen eine Kettenreaktion auslösen können, die schließlich zur Insolvenz des Unternehmens und dadurch zu Schäden bei einer große Menge von Anlegern führen kann.⁴¹⁸ Vor dem Hintergrund, dass sowohl dem Anlegerschutz als auch den Bedürfnissen innovativer und häufig junger Unternehmen ohne große Kapitaldecke genüge getan werden soll, erscheinen die Mindesthalte- und Kündigungsfristen als sinnvoller Kompromiss zwischen den Interessen der beteiligten Parteien.

Weiterhin unterscheiden sich die Regelungen in Deutschland und Österreich hinsichtlich der Betragsgrenze, ab welcher ein Prospekt veröffentlicht werden muss. Während Österreich die Grenze bei 1,5 Mio. EUR gezogen hat, bis zu einem Betrag von 5 Mio. EUR jedoch die Erstellung eines vereinfachte Prospekts ausreichen lässt, hat Deutschland die Grenze zur (vollen) Prospektspflicht bei 2,5 Mio. EUR gezogen. Vereinfachte Prospektpflichten sind in Deutschland hingegen nicht vorgesehen. Auf welcher Grundlage diese Grenzen gezogen wurden, ist nicht nachvollziehbar. Problematisch sind die unterschiedlich hohen Betragsgrenzen insbesondere in Hinblick auf das von der EU Kommission anvisierte, EU-weite *level playing field*⁴¹⁹. Plädiert wurde dabei von vielen Seiten für eine einheitliche Grenze von 5 Mio. EUR, die z. B. im Vereinigten Königreich mit einem Maximalbetrag von 5 Mio. Pfund auch in etwa umgesetzt wurde. Wie sich die getroffenen Regelungen in der Praxis bewähren, bleibt abzuwarten.

Unterschiedlich sind auch die Grenzen, bis zu denen ein Anleger alternative Finanzinstrumente bzw. Vermögensanlagen eines Emittenten zeichnen darf. Sieht Österreich hier vor, dass die von einem einzelnen Anleger entgegengenommenen Beträge innerhalb von zwölf Monaten nicht mehr als 5.000 EUR (ohne Selbstauskunft) bzw. das Doppelte seines monatlichen Nettoeinkommens über zwölf Monate gerechnet oder

⁴¹⁶ Vgl. *Reiss*, in: Baur/Tappen, Investmentgesetze, § 255 Rn. 10.

⁴¹⁷ Vgl. *Zöll*, in: Beckmann/Scholz/Vollmer, § 255 KAGB Rn. 7.

⁴¹⁸ Vgl. *Möllers/Kastl*, NZG 2015, 849 (851).

⁴¹⁹ Vgl. COM (2014) 172, S. 11 f.

maximal zehn Prozent seines Finanzanlagevermögens betragen dürfen (mit Selbstauskunft), liegen die Grenzen in Deutschland bei 1.000 EUR (ohne Selbstauskunft) bzw. 10.000 EUR bei einem frei verfügbares Vermögen in Form von Bankguthaben und Finanzinstrumenten von mindestens 100.000 EUR oder den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens des jeweiligen Anlegers nach einer von ihm zu erteilenden Selbstauskunft, höchstens jedoch 10.000 EUR.

Im Gegensatz zum deutschen hat der österreichische Gesetzgeber damit im Fall der erteilten Selbstauskunft des Anlegers auf die Einführung absoluter Höchstgrenzen verzichtet. Hinsichtlich der Möglichkeit des Anlegers, bis zu zehn Prozent seines Finanzanlagevermögens zu investieren, schreibt er zudem – anders als in Deutschland – nicht vor, dass dieses Vermögen frei verfügbar sein muss. Auf den ersten Blick beinhaltet die deutsche Regelung eine bessere Schutzwirkung für den Anleger. Jedoch ist sie deutlich unflexibler und passt sich nicht den tatsächlichen individuellen finanziellen Möglichkeiten des einzelnen Anlegers an. Auch wird deutlich, dass der österreichische Gesetzgeber stärker auf die Bedürfnisse der kapitalsuchenden Unternehmen Rücksicht nimmt, ohne dabei jedoch den Anlegerschutz aus dem Blick zu verlieren. Die unterschiedliche Handhabung spiegelt also nicht zuletzt die unterschiedlich gewichteten Regelungsziele der beiden Gesetzgeber wider. Insgesamt erscheint fraglich, auf welcher Basis die Betragsgrenzen der deutschen und der österreichischen Gesetze festgelegt wurden. Aus den unterschiedlichen Regelungen ergibt sich, dass offenbar Unsicherheit darüber herrscht, welche Betragsgrenzen den verschiedenen Bedürfnissen sinnvoll Rechnung tragen, die beim Crowdfunding in Einklang zu bringen sind. Dies wird auch dadurch deutlich, dass der österreichische und der deutsche Gesetzgeber jeweils Evaluierungen ihrer Gesetze für das Jahr 2019⁴²⁰ bzw. bis Ende 2016⁴²¹ vorgesehen haben.

Die Schwierigkeit, eine Regelung zu finden, die allen Interessen möglichst gut gerecht wird, zeigen auch die Stellungnahmen zu den Gesetzen. So sah z. B. der *Bundesverband Photovoltaic Austria* die im Ministerialentwurf zum AltFG vorgesehenen Betragsgrenzen als zu niedrig an.⁴²² Auch die deutschen Maximalbeträge von 1.000 EUR bzw. 10.000 EUR wurden kritisch hinterfragt und als wenig überzeugend empfunden.⁴²³ Der deutsche

⁴²⁰ Vgl. 116/ME 25. GP Vorblatt, Wirkungsorientierte Folgenabschätzung 3.

⁴²¹ Vgl. zur Befreiungsnorm des § 2a dVermAnlG, dBT-DrS. 18/3994, S. 42.

⁴²² Vgl. 13/SN-116/ME 25. GP 2.

⁴²³ So z. B. *Möllers/Kastl*, NZG 2015, 849 (850); Stellungnahme des Bundesverbands deutscher Startups, S. 4.

Bundesverband der Verbraucherzentralen und Verbraucherverbände e. V. (vzbv) hatte die Betragsgrenzen als zu hoch kritisiert und zur Begründung ausgeführt, dass diese nicht dem Wesen des Crowdfundings entsprächen und dass 10.000 EUR für den Großteil der Crowdinvestoren eine erhebliche Summe und „kein Spielgeld“⁴²⁴ mehr seien.⁴²⁵ Der *vzbv* verwies dabei insbesondere auch auf den spekulativen Charakter, der dem Crowdfunding innewohne.⁴²⁶

Die Tatsache, dass die Unterstützer beim Crowdfunding zwar mit ihrem eingesetzten Kapital voll haften, ihre Beteiligung an den Gewinnen des Unternehmens in der Regel aber beschränkt ist, spricht eher für eine restriktivere Handhabung der Betragsgrenzen. Solange die Anleger ein Projekt oder ein Unternehmen mit vergleichsweise geringen Beträgen unterstützen, deren Verlust sie recht problemlos verschmerzen können, stehen Chancen und Risiken noch in einem angemessenen Verhältnis. Sobald die Beträge jedoch höher werden, sollten dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Anleger eben nicht in vollem Umfang vom Erfolg des Unternehmens profitieren. Möchte ein Unternehmen von Anlegern größere Summen einwerben, ohne diese als echte Gesellschafter voll am Unternehmen zu beteiligen, so spricht viel dafür, derartige Beteiligungen vollständig dem allgemeinen Kapitalmarktregime mit seinen erhöhten Informations- und Transparenzvorschriften zu unterwerfen. Dies gilt umso mehr, als Crowdfunding Beteiligungen ohne jede Einschränkung als spekulatives Investment zu bezeichnen sind.

In diesem Zusammenhang ist noch ein weiterer Unterschied zwischen der Rechtslage in Österreich und derjenigen in Deutschland von Bedeutung. Die Befreiung für Schwarmfinanzierungen nach § 2a dVermAnlG kommt nach § 2a Abs. 3 dVermAnlG nur dann zur Anwendung, wenn die in den Vertrieb der Vermögensanlagen involvierte Plattform per Gesetz oder Verordnung zur Überprüfung der soeben diskutierten Betragsgrenzen verpflichtet ist. Eine ähnliche Verpflichtung ist im AltFG nicht enthalten. Für den Fall eines Verstoßes gegen die in § 3 AltFG geregelten Pflichten, zu denen auch die Einhaltung und Überprüfung der Betragsgrenzen zählt, sieht § 6 AltFG lediglich eine Geldstrafe von bis zu 30.000 EUR vor.

⁴²⁴ Stellungnahme des *vzbv* zum Kleinanlegerschutzgesetz, S. 4 f.

⁴²⁵ Vgl. Stellungnahme des *vzbv* zum Kleinanlegerschutzgesetz, S. 4 f.

⁴²⁶ Vgl. Stellungnahme des *vzbv* zum Kleinanlegerschutzgesetz S. 4.

Ferner unterscheiden sich die Regelungen beider Länder darin, dass die Betragsgrenzen je Anleger in Österreich für professionelle Anleger sowie für juristische Personen, die nicht Verbraucher im Sinne KSchG sind, nicht gelten. In Deutschland sind lediglich Kapitalgesellschaften von den Beschränkungen hinsichtlich der Anlagesumme befreit. Eine Unterscheidung nach Kenntnissen und Erfahrungen sowie der Risikotragfähigkeit, wie sie z. B. § 31a dWpHG enthält, ist damit nicht vorgesehen. Dies ist deswegen nicht plausibel, weil professionelle Anleger nicht im gleichen Maße schutzwürdig sind wie Privatanleger.⁴²⁷ Es ist davon auszugehen, dass sich professionelle Anleger der Risiken bei einer Investition im Rahmen des Crowdfundings bewusst sind. Hinzu kommt, dass eine Ausnahme für professionelle Anleger auch den kapitalsuchenden Unternehmen zugutekäme und damit dem Ziel, Innovation und Wirtschaft zu fördern, dienen würde.

Weiters ist noch darauf hinzuweisen, dass es in Deutschland auch an einer § 3 Abs. 2 AltFG entsprechenden Regelung fehlt, wonach die Prospektspflicht nach § 2 KMG besteht, wenn der aushaftende Betrag aller durch die Ausgabe alternativer Finanzinstrumente nach dem AltFG entgegengenommenen Gelder über einen Betrachtungszeitraum von sieben Jahren durch die geplante Ausgabe eines neuen alternativen Finanzinstruments insgesamt den Betrag von fünf Millionen Euro übersteigt. Durch diese Vorschrift soll das Aufkommen von Pyramidenkonstruktionen vermieden werden.⁴²⁸ Der deutsche Gesetzgeber beschränkt hingegen im Rahmen der Ausnahmevorschrift des § 2a dVermAnlG den Gesamtbetrag der ausgegebenen Vermögensanlagen je Emittent von vornherein auf 2,5 Mio. EUR, so dass es einer solchen Regelung nicht bedarf. Insgesamt ist es den österreichischen Unternehmen damit möglich, durch mehrere Emissionen alternative Vermögensanlagen bis zu einem Gesamtbetrag von 5 Mio. EUR ohne Veröffentlichung eines (vereinfachten) Prospekts zu emittieren.

Schließlich bestehen noch Unterschiede in Bezug auf die Rechte der Anleger, wenn die diesen zur Verfügung gestellten Informationen (Informationsblatt nach der AltFG-InfoVO bzw. Vermögensanlagen-Informationsblatt) fehlerhaft oder unvollständig sind. Nach dem deutschen Recht kommt in diesem Fall ein Anspruch des Anlegers aus § 22 dVermAnlG gegen den Anbieter in Betracht, und zwar auf Erstattung des Erwerbspreises und der mit dem Erwerb verbundenen Kosten. Eine hiermit korrespondierende Regelung ergibt sich

⁴²⁷ Vgl. *Möllers/Kastl*, NZG 2015, 849 (850).

⁴²⁸ Vgl. 116/ME 25. GP Erläut 4.

nach dem österreichischen Recht gemäß § 11 KMG lediglich für den Fall, dass ein – zumindest vereinfachter – Prospekt erstellt wurde. Sollten das nach § 4 Abs. 1 AltFG zur Verfügung zu stellenden Informationsblatt fehlerhaft oder unvollständig sein, kommt hingegen lediglich eine Haftung nach den allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen des Verschuldens bei Vertragsverhandlungen in Frage. Derartige Ansprüche werden jedoch zumeist dann geltend gemacht, wenn das Unternehmen in der Krise oder sogar bereits insolvent ist. In diesem Fall besteht aber kaum eine Möglichkeit für den Anleger, die investierte Summe von dem Emittenten zurückzuerlangen. Aus diesen Grund dürfte den unterschiedlichen Regelungen in Österreich und Deutschland kaum praktische Bedeutung zukommen.

In diesem Zusammenhang ist kritisch anzumerken, dass die inhaltliche Verantwortung für die dem Anleger zur Verfügung zu stellenden Informationen nach § 5 Abs. 3 Satz 2 AltFG bzw. § 22 dVermAnlG allein bei den kapitalsuchenden Unternehmen liegt. Es kann nämlich durchaus bezweifelt werden, dass die Emittenten – häufig Start-ups mit geringen finanziellen Möglichkeiten und nicht selten wenig Erfahrung auf dem Gebiet der Ausgabe von Finanzinstrumenten – die Informationen alleine zusammentragen. Die Crowdfunding-Plattformen verfügen hingegen über ein entsprechendes Know-how und haben auch ein eigenes Interesse (Provisionen) daran, dass genügend attraktive Projekte erfolgreich auf ihrer Seite angeboten werden. Somit liegt der Schluss nahe, dass die Plattformen die Unternehmen in der Regel bei der Erstellung der Informationen unterstützen werden. Eine Haftung der Betreiber der Internetplattformen jedenfalls für den Fall ausdrücklich vorzusehen, dass diese ein Verschulden hinsichtlich der Unvollständigkeit oder Fehlerhaftigkeit der Informationen trifft, würde die Position der Anleger – insbesondere in der Insolvenz des Emittenten – stärken und wäre angesichts der Rolle der Plattformen auch nicht unangemessen.

8.2 *Erfordernis einer europarechtlichen Regelung*

Angesichts der Unterschiede in den Regelungen in Österreich und Deutschland stellt sich abschließend die Frage, ob es einer einheitlichen europarechtlichen Regelung des Themas bedarf.

Bislang ist die EU noch nicht speziell zum Crowdfunding gesetzgeberisch tätig geworden. Es gibt auf europäischer Ebene lediglich eine Reihe von Untersuchungen, die sich mit der

Anwendbarkeit der bestehenden Richtlinien und Verordnungen auf Crowdfunding⁴²⁹ sowie mit dem Potential von Crowdfunding⁴³⁰ befassen.

Im Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion⁴³¹ hat die Europäische Kommission im Februar 2015 darauf hingewiesen, dass der Online-Charakter von Mechanismen wie Peer-to-Peer-Darlehen und Crowdfunding zwar auf ein großes Potenzial für die Finanzierung der Wirtschaft über nationale Grenzen hinweg schließen lässt, dass es jedoch diesbezüglich kaum Anzeichen für grenzübergreifende oder europaweite Tätigkeiten gibt.⁴³² Die von der Kommission in diesem Zusammenhang eingeholten Informationen deuten nach deren erster Einschätzung darauf hin, dass die unterschiedlichen nationalen Konzepte Crowdfunding zwar auf lokaler Ebene fördern können, in einem grenzüberschreitenden Kontext aber nicht unbedingt miteinander vereinbar sind.⁴³³

Insbesondere vor dem Hintergrund, dass sich Crowdfunding durch die Beteiligung einer Vielzahl von Menschen auszeichnet, könnte diese Finanzierungsform von einem europaweit einheitlichen Rechtsrahmen profitieren. Die kapitalsuchenden Unternehmen könnten auf diese Weise ihr Potential innerhalb der Union auch grenzüberschreitend entfalten und von einer erheblich größeren Anzahl potentieller Anleger Gelder einwerben. Damit würde auch dem in Art. 63 Abs. 1 AEUV enthaltenem primärrechtlichen Verbot sämtlicher Beschränkungen des Kapitalverkehrs⁴³⁴ Rechnung getragen.

Zu bedenken ist ferner, dass Crowdfunding, dort wo es unter Kapitalanlagegesichtspunkten betrieben wird, als hochspekulative und hochriskante Anlage angesehen werden muss. Auch dieser Aspekt spricht für einen europaweit einheitlichen Rechtsrahmen. Denn nach Art. 169 Abs. 1 AEUV leistet die Union einen Beitrag zur Förderung der Interessen der Verbraucher und zur Gewährleistung eines hohen Verbraucherschutzniveaus u. a. durch den Schutz der wirtschaftlichen Interessen der Verbraucher sowie die Förderung ihres Rechtes auf Information. Zur Erreichung dieses Ziels trägt die Union nach Art. 169 Abs. 2 lit. a AEUV dadurch bei, dass sie Maßnahmen im Rahmen der Verwirklichung des Binnenmarkts nach Art. 114 AEUV erlässt.

⁴²⁹ Vgl. ESMA/2014/1378, S. 4.

⁴³⁰ Vgl. COM(2014) 172 final.

⁴³¹ Vgl. COM(2015) 63 final.

⁴³² Vgl. COM(2015) 63 final, S. 17.

⁴³³ Vgl. COM(2015) 63 final, S. 17.

⁴³⁴ Vgl. *Nettesheim*, in: Oppermann/Classen/Nettesheim, § 30 Rn. 13.

Einheitliche Regelungen in diesem neuen und wachsenden Marktsegment, die sowohl den Bedürfnissen der Unternehmen, als auch der Anleger Rechnung tragen (praktische Konkordanz), wären somit nicht nur für den Wirtschaftsstandort Österreich oder Deutschland von Vorteil, sondern für die Volkswirtschaften aller Mitgliedsstaaten der Union. Damit ist auch dem Subsidiaritätsgebot nach Art. 5 Abs. 3 EUV Rechnung getragen, wonach die EU in Bereichen, in denen sie nicht ausschließlich zuständig ist, nur dann tätig wird, wenn die Ziele der Maßnahmen auf Ebene der Mitgliedsstaaten nicht ausreichend erreicht werden können, sondern vielmehr wegen ihres Umfangs oder ihrer Wirkungen auf Unionsebene besser zu verwirklichen sind. Bei der Einführung einheitlicher Regeln sollte sich die EU des Mittels der Verordnung nach Art. 288 Satz 2 AEUV bedienen. Sie dient der Rechtsvereinheitlichung, weshalb sie in allen ihren Teilen verbindlich ist, unmittelbar in jedem Mitgliedsstaat gilt und Anwendungsvorrang genießt.⁴³⁵ Damit wäre sie wesentlich effektiver zum Abbau bestehender Barrieren beim Crowdfunding als eine Richtlinie nach Art. 288 Satz 3 AEUV. Letztere ist zwar hinsichtlich des Ziels für die Mitgliedstaaten verbindlich, überlässt ihnen aber bezüglich der Umsetzung die Wahl der Form und Mittel. Sie stellt lediglich eine ergebnisbezogene Verpflichtung dar, mit der eine unionsweite materiell-rechtliche Harmonisierung erreicht werden soll, in welche sich aber das fortbestehende nationale Recht integriert.⁴³⁶ Die unionsweite Regelung durch eine Verordnung vorzunehmen entspräche zudem auch der – der politischen Praxis seit längerer Zeit innewohnenden Tendenz – im Zweifel eher eine Verordnung als eine Richtlinie zu erlassen.⁴³⁷

8.3 Fazit

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit konnte herausgearbeitet werden, dass dem Crowdfunding in unserer heutigen, digitalisierten Zeit eine große Chance innewohnt, kreative und innovative Potentiale zu heben und damit einen Beitrag zur Bereicherung des kulturellen Lebens und zur Stärkung der Volkswirtschaft beizutragen. Mit diesen Chancen geht jedoch auch das erhebliche Risiko einher, dass Anleger ihr eingesetztes Kapital vollständig verlieren. Besondere Risiken im Hinblick auf Insiderhandel und

⁴³⁵ Vgl. *Nettesheim*, in: Oppermann/Classen/Nettesheim, § 9 Rn 78.

⁴³⁶ Vgl. *Nettesheim*, in: Oppermann/Classen/Nettesheim, § 9 Rn 78.

⁴³⁷ Vgl. *Nettesheim*, in: Oppermann/Classen/Nettesheim, § 9 Rn 86.

Marktmanipulation bestehen hingegen (derzeit) nicht. Dies gilt ebenso für das Risiko, dass das Crowdfunding für Zwecke der Geldwäsche missbraucht wird.

Die Gesetzgeber in Österreich und Deutschland haben sich in jüngster Vergangenheit darum bemüht, durch neue gesetzliche Regelungen, Chancen und Risiken des Crowdfundings gleichermaßen gerecht zu werden. Es zeichnet sich jedoch ab, dass zur vollständigen Hebung des Potentials dieser Finanzierungsform, bei gleichzeitiger Verwirklichung eines möglichst effektivsten Anlegerschutzes, eine Regelung des Crowdfundings auf europäischer Ebene am effektivsten wäre.

9 Literaturverzeichnis

Agrawal, Ajay K./Catalini, Christian/Goldfarb, Avi: „The Geography of Crowdfunding“, NBER Working Paper, No. 16820, Cambridge (MA) 2011.

Ahlers, Gerrit K. C. / Cumming, Douglas J. / Guenther, Christina / Schweizer, Denis: Signaling in Equity Crowdfunding (14. Oktober 2012); im Internet abrufbar bei SSRN: <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=848111097086112102105088090090126096032042072006036091011094023091113089122121089065023097018011121012001115084098019030006091025009038044078114027071076108076065069050048016028085110102020012031111109068086027080107091126008078111102010027090121097&EXT=pdf> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Apathy, Peter / Iro, Gert Michael / Koziol, Helmut (Hrsg.): Österreichisches Bankvertragsrecht – Band II: Konto und Depot, 2. Auflage, Wien New York 2008, zitiert als: *Bearbeiter*, in: Apathy/Iro/Koizol, Bankvertragsrecht II.

Apathy, Peter / Iro, Gert Michael / Koziol, Helmut (Hrsg.): Österreichisches Bankenvertragsrecht – Band VI: Kapitalmarkt, 2. Auflage, Wien / New York 2007: zitiert als: *Bearbeiter*, in: Apathy/Iro/Koizol, Bankvertragsrecht VI.

Avancini, Peter / Iro, Gert Michael / Koziol, Helmut (Hrsg.): Österreichisches Bankvertragsrecht – Band I: Geschäftsbeziehung, Wien New York 1987, zitiert als: *Bearbeiter*, in: Apathy/Iro/Koizol, Bankvertragsrecht I.

Aschenbeck-Florange, Tanja: „Crowdinvesting nicht gleich Crowdinvesting“, in: VentureCapital Magazin Special Crowdinvesting Februar 2015, S. 24 – 25.

Assmann, Heinz-Dieter: „Das künftige Deutsche Insiderrecht“, in: AG 1994, S. 196 – 206 (I), S. 237 – 257 (II).

Assmann, Heinz-Dieter / Schneider, Uwe H. (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz: WpHG, 6. Auflage, Köln 2012; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schneider.

Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A.: Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage, München 2015; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schütze.

dBaFin: Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), Stand: 22.12.2011; im Internet abrufbar unter:

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Dies.: Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Stand: 24.07.2013; im Internet abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_140311_tatbestand_einlagengeschaeft.html (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Dies.: Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand des Einlagengeschäfts, Stand: 3/2014; im Internet abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_140311_tatbestand_einlagengeschaeft.html (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Dies.: Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“ vom 14. Juni 2013, zuletzt geändert am 9. März 2015, Q 31-Wp 2137-2013/0006, im Internet abzufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Bähre, Inge Lore / Schneider, Manfred: KWG-Kommentar – Kreditwesengesetz mit den wichtigsten Ausführungsvorschriften, 3. Auflage, München 1986.

Bamberger, Heinz Georg / Roth, Herbert (Hrsg.): Beck’scher Online Kommentar – BGB, Stand 01.08.2015, Edition 36, München 2015; zitiert als: BeckOK BGB/*Bearbeiter*.

BareiB, Andreas: „Filmfinanzierung 2.0“, in: ZUM, S. 456 – 465.

Barnert, Thomas: „Deliktischer Schadensersatz bei Kursmanipulation de lege lata und de lege ferenda“, in: WM 2002, S. 1473 – 1483.

Bartelt, Dennis / Theil, Anna: „Wie funktioniert Crowdfunding“, in: tyclipso.me (Hrsg.), das co:funding handbuch, 2. Ausgabe, Dresden 2012, S. 18 – 21.

Baur, Jürgen / Tappen, Falko (Hrsg.): Investmentgesetze – Kommentar zum KAGB und Investmentsteuergesetz, Band I, §§ 1 – 272 KAGB, 3. Auflage, Berlin / New York 2014; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Baur/Tappen, Investmentgesetze.

Beck, Ralf: Crowdfunding – Die Investition der Vielen, 3. Auflage, Kulmbach 2014; zitiert als: *Beck*, Crowdfunding.

Beckmann, Klaus / Scholtz, Rolf-Detlev / Vollmer, Lothar (Hrsg.): „Investment – Ergänzbare Handbuch für das gesamte Investmentwesen – Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschließlich der Steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien der Kapitalverwaltungsgesellschaften und der Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, Loseblattsammlung, Stand: Ergänzungslieferung 14/14, München; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Beckmann/Scholtz/Vollmer, Investment.

Belleflamme, Paul / Lambert, Thomas / Schwienbacher, Armin: „Crowdfunding: Tapping the right crowd“, in: Journal of Business Venturing (JBV) 29 (2014), S. 585 – 609.

Bertsche, Myriam: Chancen und Herausforderungen von Crowdfunding: Situationsanalyse des Crowdfunding-Konzepts im deutschsprachigen Raum, Wien 2013; zitiert als: *Bertsche*, Crowdfunding.

Boos, Karl-Heinz / Fischer, Reinfrid / Schulte-Mattler, Hermann (Hrsg.): Kreditwesengesetz – Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, 4. Auflage, München 2012; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler.

Bösl, Konrad / Schimpfky, Peter / von Beauvais, Ernst-Albrecht: Fremdfinanzierung für den Mittelstand – Betriebswirtschaft, Zivilrecht, Steuerrecht, Bilanzrecht, München 2013; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Bösl/Schimpfky/von Beauvais, Fremdfinanzierung.

Bradford, C. Steven: „Crowdfunding and the Federal Securities Laws“, in: Columbia Business Law Review (CBLR) 2012, S. 1 – 150.

Brandl, Ernst / Saria, Gerhard (Hrsg.): WAG: Wertpapieraufsichtsgesetz – Kommentar, Loseblattsammlung, Stand: 15. Ergänzungslieferung (2015), 2. Auflage, Wien 2010; zitiert als *Bearbeiter*, in: Brandl/Saria, WAG.

Brandl, Ernst / Wolfbauer, Rainer: „Großbaustelle Einlagengeschäft – zugleich Besprechung der Entscheidung VwGH 20. 7. 2012, 2008/17/0226“, in: ZFR 2013, S. 16 – 21.

Braun, Franz / Rotter, Klaus: „Können Ad-hoc-Mitteilungen Schadensersatzansprüche im Sinne der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung auslösen?“, in: BKR 2003, S. 918–926.

Bundesverband Deutsche Startups e.V.: Stellungnahme des Bundesverbands Deutsche Startups zum Entwurf zum Kleinanlegerschutzgesetz; im Internet abrufbar unter: http://www.germancrowdfunding.net/wp-content/uploads/2014/08/Startup-Verband_zur_Gesetzesentwurf-Kleinanlegerschutzgesetz_final.pdf (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Bußalb, Jean-Pierre / Unzicker, Ferdinand: „Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf geschlossene Fonds“, in: BKR 2012, S. 309 – 319.

Bydlinski, Peter: „Die ‚Beraterhaftung‘ der Banken im Österreichischen“, in: Festschrift für Walther Hadding zum 70. Geburtstag am 8. Mai 2004, hrsg. v. Häuser, Franz / Hammen, Horst / Hennrichs, Joachim / Steinbeck, Anja / Siebel, Ulf R. / Welter, Reinhard, Berlin 2004, S. 759 – 777.

Canaris, Claus-Wilhelm: „Die Ausgabe von Namensgewinnschuldverschreibungen an Arbeitnehmer in bankaufsichtsrechtlicher Sicht“, in: BB 1978, S. 227 – 235.

Caspari, Karl-Burkhard: „Die geplante Insiderregelung in der Praxis“, in: ZGR 1994, S. 530 – 546.

Chini, Leo W. / Oppitz, Martin: Bankwesengesetz – Kommentar, Wien 2011; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Chini/Oppitz, BWG.

Claussen, Carsten Peter (Hrsg.): Bank- und Börsenrecht für Studium und Praxis, 4. Auflage, München 2008; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Claussen.

Coing, Helmut: „Haftung aus Prospektwerbung für Kapitalanlagen in der neuen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs“, in: WM 1980, S. 206 – 212.

Dellinger, Markus (Hrsg.): Bankwesengesetz – Kommentar, Loseblattsammlung, 7. Auflage (Stand: 01.11.2012), Wien; zitiert als *Bearbeiter*, in: Dellinger, BWG.

Diwok, Georg / Göth, Philip: Bankwesengesetz BWG: Kommentar, Wien 2005; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Diwok/Göth, BWG.

Dörner, Barbara: „Aufsichtsrechtliche Fragen bei Crowd-Finanzierungen“, in: AssCompact – Das Fachmagazin für Risiko- und Kapitalmanagement, Oktober 2012, S. 7 – 8.

Dornseifer, Frank / Jesch, Thomas A. / Klebeck, Ulf / Tollmann, Claus (Hrsg.): AIFM-Richtlinie – Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E – Kommentar, München 2013; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie.

Ellenberger, Jürgen: Prospekthaftung im Wertpapierhandel, Berlin / New York 2001.

Engelhardt, Florian: Börsenprospekthaftung der Leitungsorgane von Emittenten in Deutschland und Schweden, Berlin 2010; zitiert als: Engelhardt, Börsenprospekthaftung.

Enzi, Volker: „Die Umsetzung der Prospekttrichtlinie im nationalen Recht“, in: ZFR 2007, S. 138 ff.

Erbs, Georg / Kohlhaas, Max: Strafrechtliche Nebengesetze, Loseblattkommentar, Stand: 198. Ergänzungslieferung (April 2014); zitiert als: *Bearbeiter*, in: Erbs/Kohlhaas.

ESMA: Final Report – Guidelines on key Concepts of the AIFMD vom 24.05.2013, ESMA/2013/600; im Internet abrufbar unter: http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Dies.: Guidelines – Guidelines on key concepts of the AIFMD vom 13.08.2013, ESMA/2013/611; im Internet abrufbare unter: http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Dies.: Opinion – Investment-based crowdfunding vom 18.12.2014, ESMA/2014/1378; im Internet abrufbar unter: http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Europäische Kommission: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen zur Freisetzung des Potentials von Crowdfunding in der Europäischen Union vom 27.03.2014, COM(2014) 172 final; im Internet abrufbar unter: http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6eb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0003.01/DOC_1&format=PDF (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Dies.: Crowdfunding innovative ventures in Europe – The financial ecosystem and regularory landscape vom 10.02.2015, SMART 2013/0074; im Internet abrufbar unter: http://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?action=display&doc_id=8712 (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Dies.: Grünbuch – Schaffung einer Kapitalmarktunion vom 18.02.2015, COM(2015) 63 final; im Internet abrufbar unter: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_de.pdf (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Fleischer, Holger: „Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz“, in: NJW 2002, 2977 – 2983.

FMA: Information zum laufenden Verfahren „GEA“ vom 31.03.2013; im Internet abrufbar unter: https://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam_download/secure.php?u=0&file=8435&t=1443602726&hash=9b29454e4f8f2a4775c701474fa55e8f (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Dies.: Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher, Stand November 2013.

Dies.: Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht (FMA) zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher, Stand März 2014; im Internet abrufbar unter: https://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam_download/secure.php?u=0&file=8157&t=1444244437&hash=3d67eb11aeac00c8e26af2691b0c1363 (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Dies.: Frequently Asked Questions zur Anwendung des Alternativen Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG), Stand 03.07.2015; im Internet abrufbar unter: https://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam_download/secure.php?u=0&file=14877&t=1444256791&hash=99a69650ecda05856724fcba0d9d8332 (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Forster, Markus: Crowdfinancing – (k)eine Finanzierungsalternative für Start-ups und Jungunternehmen?, Linz 2013; zitiert als: *Forster*, Crowdfinancing.

Freitag, Robert: „Internationale Prospekthaftung revisited – Zur Auslegung des europäischen Kollisionsrechts vor dem Hintergrund der ‚Kolassa‘-Entscheidung des EuGH“, WM 2015, S. 1165 – 1173.

Frölichsthal, Georg /Hausmaninger, Christian /Knobl, Peter /Oppitz, Martin /Zeipelt, Waltraut (Hrsg.): Kommentar zum Wertpapieraufsichtsgesetz, Wien/Frankfurt 1997; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, WAG.

Fuchs, Andreas (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – Kommentar, München 2009; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Fuchs, WpHG.

Gapp, Walter / Lanschützer, Clemens: „Zahlungsdienstgesetz I - Aufsichtsrecht: Konzessionstatbestände, Eigenmittel, interne Organisation“, in: ZFR 2009, S. 170 ff.

Gebauer, Stefan: Börsenprospekthaftung und Kapitalerhaltungsgrundsatz in der Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main 1999.

Gerstner, Immanuel / Leitner, Lukas: „Geschlossene Immobilienfonds und kollektive Immobilien-Investments im Fokus des AIFMG“, in: ÖBA 2013, S. 566 – 574.

Golz, Ralph T. / Hoffelner, Matthias: „Mezzanine Capital für den Mittelstand“, in: Deter, Henryk / Diegelmann, Michael (Hrsg.): „Creditor Relations – Beziehungsmanagement mit Fremdkapitalgebern“, Frankfurt a. M. 2003, S. 139 – 151.

Goette, Wulf / Habersack, Mathias / Kalls, Susanne (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 3, 3. Auflage, München 2011; zitiert als: *MüKoAktG/Bearbeiter*.

Gruber, Michael: „Das öffentliche Angebot im Kapitalmarktgesetz“, in: ZFR 2007, S. 22 – 35.

Ders.: „KMG: Untergrenze für Prospektspflicht auf 250.000 EUR erhöht“, in: ZFR 2013, S. 341 ff.

Gruber, Michael / Raschauer, Nicolas (Hrsg.): WAG: Wertpapieraufsichtsgesetz – Kommentar, Wien 2010; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Gruber/Raschauer, WAG.

Gummert, Hans / Weipert, Lutz (Hrsg.): Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 2, Kommanditgesellschaft, GmbH & Co. KG, Publikums KG, Stille Gesellschaft, 4. Auflage, München 2014; zitiert als *MünchHdb/Bearbeiter*.

Hahn, Christopher (Hrsg.): Finanzierung und Besteuerung von Start-up-Unternehmen – Praxisbuch für erfolgreiche Gründer, Wiesbaden 2014; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Hahn (Hrsg.), Finanzierung und Besteuerung von Start-up-Unternehmen.

Hammen, Horst / Bressler, Stefan / Lösler, Thomas: Insiderrecht/Compliance (Sonderdruck aus dem Loseblattwerk „Bankrecht und Bankpraxis“), Köln 2009; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Hammen/Bessler/Lösler, Insiderrecht/Compliance.

Happ, Wilhelm: „Zum Regierungsentwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes“, in: JZ 1994, S. 240 – 246.

Heisterhagen, Christoph: „Prospekthaftung für geschlossene Fonds nach dem Börsengesetz – wirklich ein Beitrag zum Anlegerschutz?“, in: DStR 2006, S. 759–764.

Heisterhagen, Cristoph / Conreder, Christian: „Die Regulierung des Kapitalmarkts durch das Kleinanlegerschutzgesetz – Ein Überblick“, in: DStR 2015, S. 1929 – 1934.

Hemer, Joachim / Schneider, Uta /Dornbusch, Friedrich /Frey, Silvio: Crowdfunding und andere Formen informeller Mikrofinanzierung in der Projekt- und Innovationsfinanzierung, Karlsruhe 2011; zitiert als: *Hemer/Schneider/Dornbusch/Frey*, Crowdfunding und Mikrofinanzierung.

Herr, Sascha / Bantleon, Ulrich: „Crowdinvesting als alternative Unternehmensfinanzierung – Grundlagen und Marktdaten in Deutschland“, in DStR 2015, S. 532 – 539.

Herzog, Felix (Hrsg.): Geldwäschegesetz (GwG), 2. Auflage, München 2014; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Herzog GwG.

Hoeren, Thomas / Sieber, Ulrich / Holznagel, Bernd (Hrsg.): Handbuch Multimedia Recht – Rechtsfragen des elektronischen Geschäftsverkehrs, 41. Ergänzungslieferung, München März 2015; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Hoeren/Sieber/Holznagel, Multimedia Recht.

Hofert, Sebastian / Ahrens, Volker: „Mezzanine Finanzierung der GmbH“, in: GmbHR 2005, S. 1381 – 1386.

Höllerer, Michael / Neubauer, Günther Träxler, Bernd: „Das Finanztransfergeschäft als Bankgeschäft“, in: ÖBA 2004, S. 897 ff.

Hopt, Klaus J.: „Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz“, in: ZHR 159 (1995), S. 135 – 163.

Hopt, Klaus J. / Mülbert, Peter O.: Kreditrecht: Bankkredit und Darlehen im deutschen Recht – Kommentar, Berlin 1989.

Hopt, Klaus J. / Voigt, Hans-Christoph (Hrsg.): Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, Tübingen, 2005; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Hopt/Voigt.

Horn, Norbert: „Anlegerschutz und neues Schuldverschreibungsrecht“, in: Zwischen Vertragsfreiheit und Verbraucherschutz – Festschrift für Friedrich Graf von Westphalen zum 70. Geburtstag, hrsg. v. Genzow, Christian / Grunewald, Barbara / Schulte-Nölke, Hans, Köln 2010, S. 353 – 367.

Hötte, Daniel Antonius: „Crowdsourcing – Rechtliche Risiken eines neuen Phänomens“, in: MMR 2014, S. 795 – 798.

Howe, Jeff: „The Rise of Crowdsourcing“, in Wired Magazine June 2006, S. 1 – 4.

Ilg, Markus: Crowdfunding - Chancen und Risiken für Unternehmen und Investoren – Modul 4: Empfehlungen zu Crowdfunding und -investing, November 2014; im Internet abrufbar bei WKO: https://www.wko.at/Content.Node/branchen/vbg/sparte_iuc/CFI-Modul-4-Empfehlungen.pdf (zuletzt abgerufen am 12.10.2015); zitiert als *Ilg*, Crowdfunding – Modul 4.

Jansen, Jean David / Pfeifle, Theresa: „Rechtliche Probleme des Crowdfundings“, in: ZIP 2012, S. 1842 – 1852.

Jesch, Thomas / Siemko, Sabrina: „Das Kleinanlegerschutzgesetz - Verbraucherschutz, schneller als MiFID II erlaubt?“, in: BB 2014, S. 2570 – 2582.

Junge, Robert: Potentiale und Chancen von Crowdfunding für Kulturbetriebe: Ein kulturwissenschaftlicher Ansatz, Hamburg 2013; zitiert als: *Junge*, Crowdfunding für Kulturbetriebe.

Kaiser, Andreas: „Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation“, in: WM 1997, S. 1557 – 1563.

Kalss, Susanne / Oppitz, Martin: „Die Neuregelungen der KMG-Novelle 1994“, in: ÖBA 1994, S. 350 – 360.

Kamlah, Klaus: „Strukturierte Anleihen“, in: WM 1998, S. 1429 – 1439.

Kiethe, Kurt: „Mezzanine-Finanzierung und Insolvenzrisiko“, in: DStR 2006, S. 1763 – 1768.

Kind, Sebastian / Haag, Stephan Alexander: „Der Begriff des Alternative Investment Fund nach der AIFM-Richtlinie – geschlossene Fonds und private Vermögensanlagegesellschaften im Anwendungsbereich?“, in: DStR 2010, S. 1526 – 1530.

Kirchberger, Thomas / Maurer, Jürgen: „Der österreichische Mezzanin-Kapitalmarkt zur Unternehmensfinanzierung in der Expansionsphase, in: ÖBA 2007, S. 421 – 432.

Klöhn, Lars / Hornuf, Lars: „Crowdinvesting in Deutschland“, in: ZBB 2012, S. 237 – 266.

Köndgen, Johannes: „Zur Theorie der Prospekthaftung“, in: AG 1983, S. 85 – 99 (I) und S. 120 – 132 (II).

Kortleben, Hanno / Vollmar, Bernhard H.: Crowdinvesting – eine Alternative in der Gründungsfinanzierung?, PFH Forschungspapiere/Research Papers, No. 2012/06; zitiert als: *Kortleben/Vollmar*, Crowdinvesting.

Koziol, Helmut / Bydlinski, Peter / Bollenberger, Raimund (Hrsg.): Kurzkomentar zum ABGB – Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch, Ehegesetz, Konsumentenschutz, IPR-Gesetz, Rom I- und Rom II-VO, 3. Auflage, Wien / New York 2010; zitiert als: *Bearbeiter*, in: KBB.

Krause, Rüdiger: „Ad-hoc-Publizität und haftungsrechtlicher Anlegerschutz“, in: ZGR 2002, S. 79 – 841.

Krejci, Heinz (Hrsg.): Unternehmensrecht mit Wertpapierrecht, 5. Auflage Wien 2013; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Krejci, Unternehmensrecht.

Kümpel, Siegfried (Begr.) / Wittig, Arne (Hrsg.): Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Köln 2011, zitiert als: *Bearbeiter*, in: Kümpel/Wittig.

Lang, Volker: „Prospekthaftung und die Kunst der Konkretisierung“, Anmerkung zum Urteil des BGH vom 15. 12. 2003 - II ZR 244/01, in: BKR 2004, S. 122 – 124.

Leimeister, Jan Marco: „Crowdsourcing: Crowdfunding, Crowdvoting, Crowdcreation“, in: ZfCM 56 (2012), S. 388 – 392.

Lehmann, Michael: „Die zivilrechtliche Haftung der Banken für informative Angaben im deutschen und europäischen Recht“, in: WM 1985, S. 181–187.

Leixner, Iris: ZaDiG – Zahlungsdienstegesetz mit E-Geldgesetz 2010 – Kurzkommentar, 2. Auflage, Wien 2011.

Lenenbach, Markus: Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Köln 2002.

Leupold, Andreas / Glossner, Silke (Hrsg.): Münchener Anwalts Handbuch IT-Recht, 3. Auflage, München 2013; zitiert als: *Bearbeiter* in: Münchener Anwalts Handbuch IT-Recht.

Leopold, Kirsten / Reichling, Christian: „Alternative Finanzierungsformen: Mezzanine-Finanzierung für die Masse?“, in: DStR 2004, 1360 – 1364.

Lochmaier, Lothar: „Neue Rahmenbedingungen für Crowdinvestoren“, in: Die Bank 2015, S. 61 – 63.

Loff, Detmar / Klebeck, Ulf: „Fundraising nach der AIFM-Richtlinie und Umsetzung in Deutschland durch das KAGB“, in: BKR 2012, S. 353 – 359.

Loritz, Karl-Georg: „Stille Beteiligungen und Einlagenbegriff des Kreditwesengesetzes“, in: ZIP 2001, S. 309 – 317.

Loritz, Karl-Georg / Rickmers, Benedikt: „Unternehmensfinanzierung im Kapitalmarkt und Kapitalanlagegesetzbuch bei operativ tätigen Unternehmen“, in: NZG 2014, S. 1241 – 1250.

Loritz, Karl-Georg / Uffmann, Katharina: „Der Geltungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) und Investmentformen außerhalb desselben“, in: WM 2013, S. 2193 – 2203.

Massolution: 2015CF – The Crowdfunding Industry Report, USA: <http://www.massolution.com/>; Zusammenfassung im Internet abrufbar unter: <http://www.marketwired.com/press-release/crowdfunding-market-grows-167-2014-crowdfunding-platforms-raise-162-billion-finds-research-2005299.htm> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Meschkowski, Alexander / Wilhelmi, Frederike K.: „Investorenschutz im Crowdfunding“, in: BB 2013, S. 1411 – 1418.

Meuschke, Ina: „Das Konkurrenzverhältnis von gesetzlicher und bürgerlich-rechtlicher Prospekthaftung – keine Klarheit durch § 20 VermAnlG“, in: AG 2013, S. R292 – R294.

Möller, Andreas: „Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktmanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz“, in: WM 2002, S. 309 – 316.

Möllers, Thomas M. J. / Kastl, Stephanie: „Das Kleinanlegerschutzgesetz“, in: NZG 2015, S. 849 – 855.

Mülbert, Peter O. / Steup, Steffen: „Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität – das System der Kapitalmarktinformationshaftung nach AnSVG und WpPG mit Ausblick auf die Transparenzrichtlinie“, in: WM 2005, S. 1633–1655.

Müller-Schmale, V.: Crowdfunding – Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers, BaFin Journal 6/2014, S. 10 – 14.

Dies.: „Crowdfunding in der aufsichtsrechtlichen Praxis“, in: Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2014, 65 (65).

Nietsch, Michael / Eberle, Nicolas: „Bankaufsichts- und prospektrechtliche Fragen typischer Crowdfunding-Modelle“, in: DB 2014, S. 1788 – 1795.

Oberndorfer, Martin: Die Prospektpflicht nach dem KMG, Wien 2014.

Oetker, Hartmut: Kommentar zum Handelsgesetzbuch (HGB), 4. Auflage, München 2015; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Oetker.

Oppermann, Thomas / Classe, Claus Dieter / Nettesheim, Martin: Europarecht – Ein Studienbuch, 6. Auflage, München 2014.

Oppitz, Martin: „Das Einlagengeschäft – Auffangtatbestand im Bankgeschäfts katalog?“, in: ÖBA 2007, S. 797 – 804.

Palandt, Otto (Begr.): Bürgerliches Gesetzbuch, 73. Auflage, München 2014; zitiert als: *Palandt/Bearbeiter*.

Park, Tido (Hrsg.): Kapitalmarktstrafrecht – Handkommentar, 3. Auflage Baden-Baden 2013; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Park.

Penzl, Thomas: „Die Haftung des Anlageberaters“, in: *derunternehmer.at*, Ausgabe 02/2009; im Internet abrufbar bei Gütlbauer Sieghartsleitner Pichlmair Rechtsanwälte GbR: <http://www.guetlbauer-partner.at/service/publikationen/anlageberaterhaftung.pdf> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Pleyer, Klemens / Hegel, Thomas: „Zur Grundlage der Prospekthaftung bei der Publikums-KG in der Literatur“, in: ZIP 1986, S. 681 – 691.

Poelzig, Dörte: „Nachrangdarlehen als Kapitalanlage - Im ‚Bermuda-Dreieck‘ von Bankenaufsichtsrecht, Kapitalmarktrecht und AGB-Recht“, in: WM 2014, S. 917 – 928.

Poelzig, Dörte / Volmer, Michael: „Der Bundesminister der Finanzen warnt“ – Ein Überblick zum neuen Kapitalanlagegesetzbuch; in: DNotZ 2015, S. 483 – 492.

Reischauer, Friedrich / Kleinhans, Joachim (Begr.): Kreditwesengesetz (KWG) – Kommentar für die Praxis nebst CRR, Nebenbestimmungen und Mindestanforderungen, Loseblattsammlung, Stand: Ergänzungslieferung 2/15, Berlin; zitiert als: *Reischauer/Kleinhans*, KWG.

Ritt-Huemer, Manuel: Der Anlegerschaden – Kapitalmarktrechtliche Ansprüche gegen den Emittenten und gesellschaftsrechtliche Schranken, Wien 2014; zitiert als: *Ritt-Huemer*, Der Anlegerschaden.

Roth, Günther H.: Grundriß des Österreichischen Wertpapierrechts, 2. Auflage, Wien 1999; zitiert als: *Roth*, Wertpapierrecht.

Roth, Hans-Peter: „Das neue Kleinanlegerschutzgesetz“, in: GWR 2015, S. 243 – 246.

Rummel, Peter (Hrsg.): Kommentar zum Allgemeinen bürgerlichen Gesetzbuch: mit EheG, KSchG, MRG, WGG, WEG 2002, BTVG, HeizKG, IPRG, EVÜ; in zwei Bänden – Teil 1, §§ 1 bis 1174 ABGB, 3. Auflage, Wien 2000; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Rummel, ABGB I.

Säcker, Franz Jürgen / Rixecker, Roland (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 3, Schuldrecht – Besonderer Teil, 6. Auflage, München 2012; zitiert als *MüKoBGB/Bearbeiter*.

Saria, Gerhard / Stocker, Ferry (Hrsg.): Unternehmensanleihen und Crowdfunding – Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen und Aspekte, Wien 2015; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Saria/Stocker, Unternehmensanleihen und Crowdfunding.

Schimansky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowsky, Hans-Jürgen (Hrsg.): Bankrechts-Handbuch, Bände I und II, 3. Auflage, München 2011; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Schimansky/Bunte/Lwowsky, Bankrechts-Handbuch.

Schmidt, Karsten: Geldrecht: Geld, Zins und Währung im deutschen Recht – Kommentar: Sonderausgabe der §§ 244-248 BGB aus J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Berlin 1983.

Schmitt, Christoph / Doetsch, Matthias: „Crowdfunding: neue Finanzierungsmöglichkeit für die Frühphase innovativer Geschäftsmodelle“, in: BB 2013, S. 1451 – 1454.

Schnorbus, York: „Die prospektfreie Platzierung von Wertpapieren nach dem WpPG“, in: AG 2008, 389 – 410.

Schön, Wolfgang: „Gibt es das partiarische Darlehen?“, in: ZGR 1993, S. 210 – 244.

Schrank, Christopher / Meister, Florian: „Cash Pooling im Lichte des BWG“, in: ZFR 2013, S. 256 – 260.

Schröder, Christian: Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 2. Auflage, Köln 2010.

Schwark, Eberhard / Zimmer, Daniel (Hrsg.): Kapitalmarktrechts-Kommentar – Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, München 2010; zitiert als Schwark/Zimmer/*Bearbeiter*, KMRK.

Schwedhelm, Rolf / Alvermann, Jörg / Hund von Hagen, Joachim et al.: Formularbuch Recht und Steuern, 8. Auflage, München 2014; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Schwedhelm, Rolf / Alvermann, Jörg / Hund von Hagen, Joachim et al.

Schwimann, Michael / Kodek, Georg E. (Hrsg.): ABGB Praxiskommentar, Band 4 – §§ 859 – 1089 ABGB, WuchG, UN-Kaufrecht, 4. Auflage, Wien 2014; zitiert als *Bearbeiter*, in: Schwimann/Kodek, ABGB.

Seedmatch: Pitch Deck – Leitfaden für Startups; im Internet abrufbar unter: https://www.seedmatch.de/system/files/pitch_deck.pdf (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Sindelar, Wolfgang: „Abschluss und Inhalt eines Beratungsvertrages nach dem WAG 2007“, in: Feiler, Lukas / Raschhofer, Maximilian (Hrsg.), Innovation und internationale Rechtspraxis – Rechtsprobleme entstehen nicht im Hörsaal, Praxisschrift für Wolfgang Zankl, Wien 2009, S. 791 – 808.

Sixt, Elfriede: Schwarmökonomie und Crowdfunding – Webbasierte Finanzierungssysteme im Rahmen realwirtschaftlicher Bedingungen, Wiesbaden 2014; zitiert als: *Sixt*, Schwarmökonomie und Crowdfunding.

Stahlmann, Marc: „Crowdinvesting als Finanzierungsalternative für deutsche Startups: Die Mehrwerte im Vergleich zu herkömmlichen Finanzierungsinstrumenten, Hamburg 2013; zitiert als *Stahlmann*, Crowdinvesting als Finanzierungsalternative.

Staudinger, Julius v. (Begr.): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen: Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse, §§ 488 – 490; 607 – 609 (Darlehensrecht), Neubearbeitung, Berlin 2011; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Staudinger.

Suchomel, Jan-Ulf: „Konkurrenz von § 20 VermAnlG und bürgerlich-rechtlicher Prospekthaftung bei fehlerhaftem Prospekt“, in: NJW 2013, S. 1126 – 1131.

Szagunn, Volkhard / Haug, Ulrich / Ergenzinger, Wilhelm: Gesetz über das Kreditwesen – Kommentar, 6. Auflage, Stuttgart 1997; zitiert als *Szagunn/Haug/Ergenzinger, BWG*.

Temmel, Christian (Hrsg.): Börsengesetz – Praxiskommentar, Wien 2011; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Temmel, BörseG.

Verbraucherzentrale Bundesverbands (vzbv): Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverbands (vzbv) zum Gesetzentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, Berlin 2015; im Internet abrufbar unter: <http://zap.vzbv.de/d31f4797-f805-4363-b461-364b7beb81fe/Kleinanlegerschutz-Gesetzentwurf-Stellungnahme-vzbv-2014-01.pdf> (zuletzt abgerufen am 12.10.2015).

Völkl, Wolfgang / Völkl, Clemens: Handbuch der Beraterhaftung – Haftung und Haftungsvermeidung bei komplexen Dienstleistungen, Wien 2006; zitiert als *Völkl/Völkl, Beraterhaftung*.

Waider, Christina: Crowdfunding als alternatives Finanzierungsmodell: Ist Crowdfunding und Creowdinvesting ein zukunftsfähiges Filmfinanzierungsmittel?, Hamburg 2013; zitiert als: *Waider, Crowdfunding*.

Weiland, Neil George: „Rechtliche Aspekte des Sponsoring“, in NJW 1994, S. 227 – 233.

Weitnauer, Wolfgang / Parzinger, Josef: „Das Crowdfunding als neue Form der Unternehmensfinanzierung“, in: GWR 2013, S. 153 – 158.

Weilinger, Arthur (Hrsg.): ZaDiG – Zahlungsdienstegesetz – Kommentar, Loseblattsammlung, Stand: 36. Ergänzungslieferung (08/2013), Wien; zitiert als: *Bearbeiter*, in: Weilinger, ZaDiG.

Wittmann, Arno: „Zivilrechtliche Prospekthaftung beim Vertrieb von steuerbegünstigten Kapitalanlagen“, in: DB 1980, S. 1579 – 1586.

Zetzsche, Dirk / Preiner, Christina: „Was ist ein AIF?“, in: WM 2013, S. 2101 – 2110.

Zib, Christian / Russ, Alexander / Lorenz, Heinrich: Kapitalmarktgesetz – Kommentar, Wien 2008.