

Saria/Stocker (Hrsg)

Unternehmensanleihen und Crowdfunding

Rechtliche und wirtschaftliche
Grundlagen und Aspekte

MANZ 

Unternehmensanleihen und Crowdfunding

Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen und Aspekte

herausgegeben von

Ass.-Prof. Mag. Dr. Gerhard Saria

Institut für Unternehmens- und Wirtschaftsrecht, Universität Wien
und Akrab-Vortrags-GmbH, s.r.o.

Prof. (FH) Mag. Dr. Ferry Stocker

Fachhochschule Wiener Neustadt,
Fachbereich Volkswirtschaftslehre und Wissenschaftstheorie,
Wirtschaftsuniversität Wien und Donau Universität Krems

bearbeitet von

Dr. Ernst Brandl, LL. M., M.B.A.

JUDr. Ľubomír Čunderlík, PhD.

JUDr. Jana Duračinská, PhD.

Doc. JUDr. Josef Kotásek, PhD.

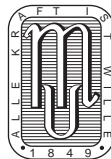
MMag. Dr. Clemens Limberg, LL. M.

Ass.-Prof. Mag. Dr. Gerhard Saria

Prof. (FH) Mag. Dr. Ferry Stocker

Mag. Kerstin M. Strobach

Mag. Raphael Toman



Wien 2015

MANZ'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung

Zur finanzmarktrechtlichen Einordnung von Crowdfunding

Ernst Brandl/Raphael Toman¹⁾

I. Einführung	146
II. Begriff des Crowdfunding	146
III. Die verschiedenen Crowdfunding-Modelle	147
A. Einleitung	147
B. Unternehmensanleihen	148
C. Gesellschaftsrechtliche Beteiligungen	148
D. Genussrechts-Modell	149
E. Qualifizierte Nachrangdarlehen	150
IV. Aufsichtsrechtliche Beurteilung	150
A. BWG-Einlagengeschäft	150
1. Gewerblichkeit	151
2. Fremde Gelder	152
3. Entgegennahme zur Verwaltung	152
4. Entgegennahme als Einlage	153
B. KMG	156
1. Öffentliches Angebot	156
2. Wertpapiere und Veranlagungen	158
a) Wertpapiere	158
b) Veranlagungen	159
3. Ausnahmen von der Prospektpflicht	161
C. AIFMG	162
D. Exkurs: Plattformbetreiber	166
1. BWG	167
2. WAG/GewO	168
a) Annahme und Übermittlung von Aufträgen	168
b) Anlageberatung	169
c) Betrieb eines multilateralen Handelssystems	170
3. ZaDiG	170
V. Crowdfunding de lege ferenda	172
A. EU-Ebene	172
B. Nationale Ebene	174
1. Einlagengeschäft	174
2. Prospektpflicht nach dem KMG	175
VI. Conclusio	176

¹⁾ Die Autoren danken Mag. *Markus Arzt*, Rechtsanwaltsanwärter bei Brandl & Talos Rechtsanwälte, für seine wertvollen Anmerkungen.

I. Einführung

Für Unternehmen, die Kapital per Crowdfunding aufnehmen wollen, ist die aufsichtsrechtliche Einordnung dieses Instruments von erheblicher Bedeutung – sind doch je nach Einteilung umfangreiche aufsichtsrechtliche Vorschriften umzusetzen. Gerade diese Einordnung erweist sich aber als schwierig, ist das Aufsichtsrecht doch durch die Gegebenheiten der bankwirtschaftlichen Praxis geprägt und teilweise als Reaktion des Gesetzgebers auf bestimmte Gegebenheiten am Markt zu sehen, der damit (auch) einen Funktions- und Anlegerschutz erreichen wollte. Dadurch ist ein engmaschiges Regelungskorsett entstanden, in das sich die sehr unterschiedlichen Crowdfunding-Modelle nur schwer einfügen. Der Beitrag versucht, die am häufigsten vorkommenden Modelle abzudecken und aufsichtsrechtlich unter die wichtigsten Tatbestände aus der Perspektive der kapitalsuchenden Unternehmen einzuordnen. Dabei soll aber nicht nur ein Blick auf den derzeitigen Stand der Dinge und die jüngsten Entwicklungen geworfen werden, sondern auch ein Ausblick auf die Zukunft vorgenommen werden.

II. Begriff des Crowdfunding

Auch wenn die Medien dem Begriff des „Crowdfunding“ bereits seit einigen Jahren große Aufmerksamkeit widmen, hat sich eine allgemein anerkannte Definition desselben noch nicht durchgesetzt. Das ist nicht überraschend, werden doch verschiedene Begriffe, mit denen teilweise das gleiche gemeint wird, synonym verwendet – mit Crowddonating, Crowdinvesting, Crowdsourcing und Crowdlending seien nur einige wenige Beispiele genannt.²⁾ Die Kommission hat in ihrer jüngsten Mitteilung³⁾ zu diesem Thema festgehalten, dass unter dem Oberbegriff Crowdfunding⁴⁾ im Allgemeinen ein **öffentlicher Aufruf über das Internet** bezeichnet wird, mit dem in der Regel **für ein bestimmtes Projekt** Finanzierungsbeiträge in Form **relativ kleiner Beiträge** von zahlreichen Gebern **ingesammelt** werden sollen, wobei sich der Ausdruck „Crowdfunding“ lediglich auf den Finanzierungskanal bezieht. Dieses Begriffsverständnis deckt sich auch mit dem der amerikanischen Securities and Exchange Commission („SEC“),⁵⁾ die sich wohl als erste Aufsichtsbehörde mit dem Themengebiet auseinandersetzen musste – schließlich geht die jüngste Popularität des Crowdfunding auf die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten zurück. Drei Kernelemente machen damit Crowdfunding aus – nämlich

²⁾ Vgl *Bareiß*, Filmfinanzierung 2.0, ZUM 2012, 456.

³⁾ Mitteilung der Kommission zur Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union, KOM (2014) vom 27. 3. 2014, endg, 2 f.

⁴⁾ Der teilweise allerdings wieder nur als Unterbegriff des Crowdsourcing gesehen wird, mit dem allgemein Mittel (nicht zwingend finanzieller Natur) eingesammelt werden, vgl *Klöhn/Hornuf*, Crowdinvesting in Deutschland, ZBB 2012, 237 (239).

⁵⁾ Vgl SEC, Proposal on Crowdfunding, 2013-227, 23. 10. 2013.

ein (zumeist geringer) finanzieller Beitrag von mindestens zwei Investoren, die Investition in ein bestimmtes Projekt und der öffentliche Aufruf dazu (meist mit Unterstützung eines Dritten).⁶⁾

Ausgehend von diesen drei Kernelementen hat sich eine **weite Bandbreite an Modellen** entwickelt, bei denen der **wesentliche Unterschied** in der Art der **Gegenleistung** für die Investoren besteht. Dabei haben sich vor allem die folgenden Modelle als besonders erfolgreich erwiesen: Der am häufigsten anzutreffende Typ ist jener des **Equity-based Crowdfunding**, bei dem der Investor eine materielle Gegenleistung erhält. Zumeist erwirbt er eine Beteiligung am Unternehmen und erhält dafür eine jährliche Gewinn/Verlustbeteiligung. Ebenfalls oft anzutreffen ist ein **Reward-based Crowdfunding**, bei dem die Investoren einen ideellen Gegenwert erhalten, der unter dem Wert der Investition bleibt – wie etwa einen Prototypen einer entwickelten Maschine, Bonusmaterial bei Musikproduktionen oder einen Besuch am Filmset. In eine ganz andere Richtung geht das **Lending-based Crowdfunding**, bei dem die Investoren gesammelt einen Kredit für eine bestimmte Laufzeit zur Verfügung stellen und im Gegenzug einen Prozentsatz des eingesammelten Kapitals erhalten, wobei die Plattform, über die die Kredite vermittelt werden, zumeist die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Rückzahlungsfähigkeit des Kreditwerbers beurteilt.⁷⁾

III. Die verschiedenen Crowdfunding-Modelle

A. Einleitung

So vielschichtig die Modelle im Hinblick auf ihre Gegenleistungen für die Investoren sind, so unterschiedlich ist auch ihre vertragliche Ausgestaltung. Derzeit gibt es in Österreich noch keine Sonderregeln, die spezifisch Crowdfunding regulieren – und zwar weder auf Investoren- noch auf Plattformbetreiberseite. Damit sind auf diese Modelle **jene Normen anwendbar**, die allgemein anzuwenden sind, wenn **Unternehmen sich mit ihrem Kapitalbedarf an die Öffentlichkeit wenden** – womit neben dem WAG, der GewO und dem ZaDiG insb das KMG und das BWG zu berücksichtigen sind. Das Spannungsverhältnis, in dem sich diese Gesetze zueinander befinden – die einerseits eine einfache Kapitalbeschaffung für (Jung-)Unternehmen ermöglichen sollen und andererseits den Anlegerschutz im Auge haben –, wird dabei beim Crowdfunding besonders deutlich, ist es doch das erklärte Ziel, die Kapitalbeschaffung möglichst einfach und für die Öffentlichkeit so zugänglich wie möglich zu machen.

⁶⁾ Der Aufruf zur Investition wird zwar häufig über das Internet erfolgen, ein zwingendes Kriterium ist das wohl aber nicht; zu denken ist dabei etwa an die in Österreich bis jetzt vorherrschenden Bürgerbeteiligungsmodelle – aA Position Paper der Securities and Markets Stakeholder Group, ESMA/2014/SMSG/010 vom 10. April 2014.

⁷⁾ Vgl. *Weitnauer/Parzinger*, Das Crowdfunding als neue Form der Unternehmensfinanzierung, GWR 2013, 153.

B. Unternehmensanleihen

Bei diesem Modell **gibt der Projektersteller** eine **Vielzahl von Unternehmensanleihen** aus, mit denen er sich dazu verpflichtet, die erhaltenen Beträge an die Investoren samt Zinsen zurückzuzahlen. Der Projektersteller nimmt damit ein Großdarlehen auf, das in verschiedene Teilbeträge aufgeteilt wird. Die Unternehmensanleihen vermitteln einen Anspruch auf Rückzahlung eines festen Geldbetrags, die häufig mit einer festen Verzinsung ausgestattet sind und in der Regel eine lange Laufzeit haben.⁸⁾ Der Vorteil einer Finanzierung über Unternehmensanleihen liegt im Wesentlichen in ihrer weitgehenden Gestaltungsfreiheit, die lediglich an den allgemeinen zivilrechtlichen Grenzen endet.

Im Rahmen des Crowdfunding ergeben sich dabei freilich einige Besonderheiten: So steht die Finanzierung eines Projekts zumeist unter der **aufschiebenden Bedingung**, dass eine festgelegte **Investitionsschwelle erreicht** wird – erst wenn die anvisierte Summe eingesammelt wurde, kann das Projekt in Angriff genommen werden. Falls der Projektersteller nicht ausreichend Kapital erhält, wird es hingegen eingestellt und das Geld an die Investoren zurückgezahlt. Die organisatorische Abwicklung übernimmt dabei zumeist ein Dritter, der zunächst überhaupt erst die Aufgabe hat, potentielle Investoren und Projektbetreiber – meist über eine (Internet-)Plattform – zusammenzubringen.

C. Gesellschaftsrechtliche Beteiligungen

Sollen Anleger direkt am Gewinn und/oder am Verlust eines Unternehmens beteiligt werden, sind häufig gesellschaftsrechtliche Beteiligungen die erste Wahl. In Österreich waren diese in den letzten Jahren besonders populär und wurden regelmäßig bei der Finanzierung von Bürgerbeteiligungsmodellen eingesetzt. Am häufigsten wurde als Konstruktion eine **GmbH & Co KG** gewählt, bei der die Vorteile beider Gesellschaftsformen vereinigt werden. So können etwa die gesellschaftsrechtlichen Regelungen sehr flexibel ausgestaltet werden, während gleichzeitig die unbeschränkte Haftung natürlicher Personen eingeschränkt werden kann. Nachteil dabei ist aber, dass etwa in den Bereichen Rechnungslegung oder Eigenkapitalersatzrecht die aufwändigeren Bestimmungen für Kapitalgesellschaften anzuwenden sind.

Crowdfunding kann außerdem als **stille Gesellschaft** ausgestaltet werden, bei der sich die Investoren gegen eine Gewinn- und/oder Verlustbeteiligung an einem Unternehmen mit einer Vermögenseinlage beteiligen. Als Crowdfunding-Modell werden diese Konstruktionen in der Praxis etwa so ausgestaltet, dass sich die Investoren an einer vom **Plattformbetreiber hierfür errichteten Tochtergesellschaft beteiligen**, die sich ihrerseits in Höhe des eingesammelten Kapitals still am Zielunternehmen beteiligt und dann in Höhe der vereinbarten

⁸⁾ Vgl. *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I (2005), § 31 Z 1 f.

Quote am Gewinn und Geschäftswert partizipiert. Regelmäßig werden sich dabei die Investoren „typisch“ an der Gesellschaft des Plattformbetreibers beteiligen, die sich wiederum „atypisch“ – also unter Beteiligung am Vermögen und/oder an der Geschäftsführung – an der Zielgesellschaft beteiligt.⁹⁾ Eine Beteiligung an der kapitalsuchenden Gesellschaft selbst ist in dieser Variante typischerweise nicht erwünscht. Der Vorteil bei einem solchen Finanzierungsmodell liegt auf der Hand: Die Investoren haften nicht für die Verbindlichkeiten des Unternehmens, und der maximale Verlust aus der Beteiligung ist auf das eingesetzte Kapital beschränkt.¹⁰⁾

Eine eher seltene Form der Beteiligung – die fast ausschließlich im Bereich des Crowdlending vorkommt – ist schließlich das Modell der **Unterbeteiligung**, das wir lediglich der Vollständigkeit halber erwähnen. Dabei beteiligt sich der Plattformbetreiber am Kredit einer Bank treuhändisch für die Investoren unter, die den Kreditbetrag zur Verfügung stellen. Die Unterbeteiligung ist dabei wie eine stille Gesellschaft konzipiert, bei der sich der Unterbeteiligende nur am Geschäftsanteil beteiligt.¹¹⁾ Diese Konstruktion hat etwa gegenüber dem Modell, bei dem die Kreditforderung zediert wird, den Vorteil, dass der Tatbestand des Factoringgeschäfts (§ 1 Abs 1 Z 16 BWG) nicht erfüllt ist und weiters die Gebührenpflicht iHv 0,8% für die Zession nach dem GebG (§ 33 TP 21 Abs 1 GebG) entfällt.

D. Genussrechts-Modell

Bei dem Genussrechts-Modell handelt es sich um das „klassische“ **Crowdfunding-Modell**, das eine besonders simple Handhabe bei einer großen Anzahl an Investoren bietet. Als Genussrechte werden jene Vermögensrechte qualifiziert, die jenen eines Aktionärs nachgebildet sind und idR selbstständig in Form von Genussscheinen verbrieft werden. Damit können sich die Investoren zumeist **direkt am laufenden Gewinn** als Gegenleistung für das Bereitstellen von Kapital **beteiligen** (wobei in der Regel ein fixer Prozentsatz vereinbart wird), **ohne** allerdings **Mitgliedschaftsrechte** oder **Mitwirkungsrechte** zu erhalten (§ 174 Abs 3 AktG). Typischerweise werden außerdem Gewinne thesauriert und die Investoren am Unternehmenswert beteiligt.¹²⁾

Wie schon bei den Unternehmensanleihen ergeben sich dabei einige Besonderheiten im Bereich des Crowdfunding – so wird häufig der Projekt-ersteller erst nach dem Erreichen einer bestimmten Investitionsschwelle über

⁹⁾ So etwa die deutsche Crowdfunding-Plattform Fundsters, abrufbar unter <https://www.fundsters.de/>.

¹⁰⁾ Wobei natürlich die allgemeinen Haftungstatbestände, wie etwa bei Rechts-scheinhaftung und bei Missbrauch der Rechtsform (vgl etwa OGH 25. 4. 1979, 3 Ob 507/79), uneingeschränkt anwendbar sind.

¹¹⁾ So etwa die europaweit tätige Plattform Lendico, abrufbar unter <https://www.lendico.at/>.

¹²⁾ Vgl OGH 29. 1. 2003, 7 Ob 267/02 v, mit Anm von *Kalss*.

das Kapital verfügen können; weiters werden auch hier oft unter Zuhilfenahme eines Plattformbetreibers die Investoren und die Projektersteller zusammengeführt.

E. Qualifizierte Nachrangdarlehen

Schließlich sei noch die Möglichkeit genannt, dass der Projektersteller qualifizierte Nachrangdarlehen begibt. Dieses **Modell wurde entwickelt**, nachdem der **VwGH sich der Rechtsansicht der FMA angeschlossen** und entschieden hat, dass **herkömmliche Darlehensmodelle** – bei denen eine Gruppe von Investoren an einen Projektersteller Darlehen vergibt – als **Einlagengeschäfte** nach § 1 Abs 1 Z 1 1. Fall BWG zu qualifizieren sind.¹³⁾ Beim neuen Konzept werden immer noch Darlehen von einer Gruppe von Investoren begeben, allerdings sind diese nunmehr mit dem Merkmal der qualifizierten Nachrangigkeit ausgestattet. Das bedeutet, dass die Rückzahlung des Nachrangdarlehens sowie die Zahlung von Zinsen nicht verlangt werden kann, wenn dies bei dem darlehensnehmenden Unternehmen ein Grund für die Eröffnung des Insolvenzverfahrens wäre. Im Insolvenzfall dürfen die Forderungen der Darlehensgeber erst nach der Forderung sämtlicher nicht nachrangiger Gläubiger des Unternehmens befriedigt werden, wobei die Investoren aber noch vor den Eigenkapitalgebern bedient werden.¹⁴⁾ Ob sich diese Konstruktion auf breiter Ebene durchsetzen wird, wird sich erst in naher Zukunft zeigen – in Anbetracht dessen, dass die FMA hier ihre Rechtsansicht zur Frage der Prospektspflicht erst kürzlich¹⁵⁾ geändert hat, ist das aber derzeit nicht zu erwarten.

IV. Aufsichtsrechtliche Beurteilung

A. BWG-Einlagengeschäft

Bei näherer Analyse der unter III. geschilderten Modelle stellt sich zunächst die Frage, ob durch die Entgegennahme der Finanzierungsbeiträge von den Investoren ein bankkonzessionspflichtiges Geschäft betrieben wird. Sollte das der Fall sein, wäre das für die entsprechenden Geschäftsmodelle ein erhebliches Hindernis – schließlich ist eine **Bankkonzession** mit umfassenden Pflichten verbunden, die für die im Rahmen des Crowdfunding kapitalsuchenden Unternehmen **weder zweckmäßig noch sinnvoll** sind. Im Mittelpunkt der Diskussion steht dabei der **Tatbestand des Einlagengeschäfts** gem § 1 Abs 1 Z 1 BWG, dessen genaue Auslegung in den letzten Jahren **ausführlich disku-**

¹³⁾ Vgl VwGH 29. 11. 2013, 2013/17/0242.

¹⁴⁾ Vgl *Kirchberger/Maurer*, Der österreichische Mezzanin-Kapitalmarkt zur Unternehmensfinanzierung in der Expansionsphase, ÖBA 2007, 421 (424).

¹⁵⁾ Vgl in diesem Beitrag S 159 unter Punkt IV.B.2.b).

tiert worden ist¹⁶⁾ und auf den wir daher überwiegend eingehen. Nach diesem ist die Entgegennahme fremder Gelder zur Verwaltung oder als Einlage (Einlagengeschäft) – falls gewerblich durchgeführt – ein Bankgeschäft, das gem § 4 Abs 1 BWG konzessionierten Kreditinstituten vorbehalten ist.

1. Gewerblichkeit

Der Gewerblichkeitsbegriff des BWG **richtet sich nach § 2 Abs 1 UStG**,¹⁷⁾ demzufolge jede nachhaltige Tätigkeit zur Erzielung von Einnahmen, auch wenn die Absicht Gewinn zu erzielen fehlt, als gewerblich zu qualifizieren ist. Nach der Rechtsprechung ist das **Kriterium der Gewerblichkeit** dabei **weit auszulegen**, so hat der VwGH etwa judiziert, dass Gewerblichkeit bereits dann vorliegt, wenn das Geschäft dem späteren Bewirken von Umsätzen und damit der Erzielung von Einnahmen dient.¹⁸⁾ Bei den zuvor geschilderten Crowdfunding-Modellen wird das Geld der Investoren regelmäßig dazu entgegengenommen, um mit dem eingenommenen Kapital in weiterer Folge Einnahmen zu erzielen – im Lichte der VwGH-Judikatur ist daher davon auszugehen, dass das Gewerblichkeitskriterium in den meisten Fällen erfüllt ist.¹⁹⁾

Hinzuweisen ist aber in diesem Zusammenhang, dass sich in der Rechtsprechung des VwGH ein Ansatzpunkt finden lässt, auf Basis dessen gewisse Crowdfunding-Modelle nicht gewerblich sind: Der Gerichtshof verweist unter Bezugnahme auf die erläuternden Bemerkungen im Hinblick auf das Kreditgeschäft nach § 1 Abs 1 Z 3 BWG darauf, dass das Wort „**gewerblich**“ vom Gesetzgeber deswegen gewählt wurde, um **nicht jene Geschäfte** zu erfassen, „**wie sie im privaten bürgerlichen oder geschäftlichen Verkehr**“ vorkommen, wobei dafür auch ein Entgelt verrechnet werden kann.²⁰⁾ Diese Auslegung hat der VwGH in einem jüngeren Judikat²¹⁾ eingeschränkt, aber keine Absage erteilt, wenn er ausführt, dass die bloße **freundschaftliche Verbundenheit mit den Organen** einer Gesellschaft oder die **Wertschätzung** hinsichtlich der **Unternehmenspolitik** noch nicht ausreicht, um die Gewerblichkeit auszuschließen – schließlich sollen davon ausschließlich „Dritte“ erfasst werden (wobei in der gegenständlichen Entscheidung konzernfremde Unternehmen ausgeschlossen werden sollten). Daraus kann man ableiten, dass grundsätzlich **konzessionspflichtige Modelle im Familienkreis** nicht gewerblich erbracht

¹⁶⁾ Vgl *Oppitz*, Das Einlagengeschäft — Auffangtatbestand im Bankgeschäfts-katalog?, ÖBA 2007, 797 ff.

¹⁷⁾ Vgl ErläutRV 1130 BlgNR 18. GP, zu § 1 Abs 1, 113; vgl *Karas/Traxler/Waldherr in Dellinger*, BWG § 1 Rz 6 ff.

¹⁸⁾ VwGH 21. 5. 2001, 2000/17/0134.

¹⁹⁾ Kritisch dazu *Brandl/Klausberger*, Gedanken zur Auslegung des § 1 BWG, insb zum Element der Gewerblichkeit, ZFR 2011/125, 206 mwN.

²⁰⁾ VwGH 20. 6. 2012, 2008/17/0226.

²¹⁾ VwGH 29. 11. 2013, 2013/17/0242.

werden und daher nicht bankkonzessionspflichtig sind. Mag das auch für die meisten Crowdfunding-Modelle nicht relevant sein, könnten davon etwa Modelle mit geringem Kapitalbedarf profitieren.

2. Fremde Gelder

Das Gesetz regelt weiters, dass nur die Entgegennahme **fremder** Gelder unter den Einlagenbegriff fällt, ohne dieses Tatbestandselement aber näher zu definieren. Der VwGH versteht unter der Entgegennahme von „fremdem Geld“, dass nach „der Intention des Vertragspartners eine Forderung des Geldgebers entsteht“;²²⁾ wodurch verdeutlicht wird, dass die **Aufnahme von Eigenkapital** sowie **gesellschaftsrechtlichen Einlagen** grundsätzlich **ausgenommen** sind.²³⁾ Daraus ergibt sich, dass reine Eigenkapitalbeteiligungsformen, wie etwa gesellschaftsrechtliche Konstruktionen in Form einer GmbH & Co KG, nicht unter das Einlagengeschäft zu subsumieren sind.²⁴⁾

3. Entgegennahme zur Verwaltung

Der erste Fall des Einlagengeschäfts umfasst jene Fälle, bei denen fremdes Geld zur Verwaltung übernommen wird, beinhaltet aber keine Definition dieser Tätigkeit. Der VwGH versteht unter dem Begriff der Verwaltung, dass die **vereinbarungsgemäß entgegengenommenen Gelder im Interesse des Geldgebers** im Rahmen eines Verwaltungsauftrags **eingesetzt werden**, wobei der Entgegennehmende einen **gewissen Entscheidungsspielraum** hat. Der Verwaltungstätigkeit steht nicht entgegen, dass der Geldgeber im Einzelfall selbst entscheiden kann oder mit Weisungen eingreifen kann, solange der Entgegennehmende noch eine Befugnis zum begrenzten selbstständigen Handeln hat. Nur falls der Entgegennehmende ausschließlich so veranlassen darf, wie es der Geldgeber konkret vorschreibt, fehlt also jeglicher Entscheidungsspielraum, dann ist Geld nicht zur Verwaltung entgegengenommen worden.²⁵⁾ Der VwGH hat weiters konkretisiert,²⁶⁾ dass ein Einlagengeschäft nur dann vorliegt, wenn der **Anleger einen Rückzahlungsanspruch** hat, es aber für die Qualifikation als Einlagengeschäft nicht darauf ankommt, ob dieser **bedingt** oder **nicht bedingt** ist.²⁷⁾

²²⁾ VwGH 22. 2. 2006, 2005/17/0195.

²³⁾ Vgl *Karas/Traxler/Waldherr* in *Dellinger*, BWG § 1 Rz 17 mwN; *Laurer* in *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG³ § 1 Rz 6.

²⁴⁾ Leider hat der VwGH eine sich bietende Gelegenheit, diese schon seit längerem vertretene Ansicht in die Judikatur zu übernehmen, erst jüngst nicht genutzt, sondern auf eine andere Argumentationsbasis zurückgegriffen, vgl VwGH 20. 6. 2012, 2008/17/0226.

²⁵⁾ VwGH 22. 2. 2006, 2005/17/0195; VwGH 20. 6. 2012, 2008/17/0226; VwGH 22. 2. 2006, 2005/17/0195.

²⁶⁾ VwGH 20. 6. 2012, 2008/17/0226.

²⁷⁾ AA *Kalss*, Die Verwaltung von Vermögensfonds unter aufsichtsrechtlichen Aspekten, ÖBA 1999, 778 (783); *Oppitz*, ÖBA 2007, 800.

Im Lichte dieser Judikaturlinie stellt sich zunächst die Frage, ob das kapitalsuchende Unternehmen bei einem Crowdfunding-Projekt überhaupt einen Vermögensverwaltungsauftrag erhalten hat. Dabei handelt es sich um einen **Geschäftsbesorgungsvertrag**, auf den die Regeln des Auftrags (§§ 1002 ff ABGB) Anwendung finden²⁸⁾ und bei dem der Vermögensverwalter die ihm vom Kunden anvertrauten Vermögenswerte in eigenem Ermessen betreut und verpflichtet wird, sie im Interesse der Anleger zu verwenden.²⁹⁾ **Kern dessen** ist die Vereinbarung, dass der entgegennehmende Vertragspartner zu einem **aktiven Tun verpflichtet** wird, ein Bemühen schuldet und Dispositionen über die Einlage vornimmt,³⁰⁾ wie das etwa typischerweise bei Portfoliomanagementverträgen vorgesehen ist – er wird dazu berechtigt, **Umschichtungen des Portfolios** im Rahmen der Verfolgung eines bestimmten Anlageziels vorzunehmen.³¹⁾

Regelmäßig wird aber der Projektwerber **einen solchen Auftrag nicht erhalten** – vielmehr kann er das erhaltene Kapital im eigenen Interesse verwenden und **schuldet** etwa bei einem Darlehensmodell einen **bestimmten Erfolg**, nämlich die Rückzahlung des Darlehens samt Zinsen. Auch bei Crowdfunding-Modellen, bei denen Genussrechte, stille Beteiligungen oder Anleihen erworben werden, wird dem Projektwerber zumeist kein Vermögensverwaltungsauftrag erteilt werden,³²⁾ kann der Projektwerber doch hier das **Geld nach eigenem Ermessen** im Unternehmen **verwenden** und nimmt keine Dispositionen vor, die bei Portfolioverträgen typisch sind (wie etwa den Erwerb oder den Verkauf von Wertpapieren). Daher sind die zuvor geschilderten Crowdfunding-Modelle in der Regel nicht als Einlagengeschäft nach § 1 Abs 1 Z 1 I. Fall BWG zu qualifizieren.

4. Entgegennahme als Einlage

Im Gegensatz zum ersten Fall des § 1 Abs 1 Z 1 BWG, bei dem die Tätigkeit des kapitalsuchenden Unternehmens im Mittelpunkt steht, sind beim zweiten Fall die **Merkmale des gewählten Finanzierungsmodells** und dessen Subsumierbarkeit unter den Begriff der Einlage relevant. Obwohl der Einlagenbegriff bereits Gegenstand zahlreicher Auseinandersetzungen in der Literatur und Rechtsprechung war, hat sich noch immer **keine allgemeingültige Definition des Begriffs „Einlage“** durchgesetzt, vielmehr wird die Reichweite dieses Begriffs **ständig um neue Aspekte erweitert** – wie ein erst jüngst ergangenes Erkenntnis über das Geschäftsmodell eines Waldviertler Schuhproduzenten erneut beweist.

²⁸⁾ Vgl *Avancini* in *Avancini/Iro/Koziol*, Bankvertragsrecht I (1987) 9/6.

²⁹⁾ Vgl *Völkl/Völkl*, Beraterhaftung (2006) Rz 54 ff.

³⁰⁾ VwGH 22. 2. 2006, 2005/17/0195.

³¹⁾ Vgl *Diwok* in *Diwok/Göth*, BWG (2005) § 1 Rz 20 f, 117.

³²⁾ Vgl *Kalss*, ÖBA 1999, 780.

Der VwGH hat darin festgehalten, dass „Einlagen iSd § 1 Abs 1 Z 1 zweiter Fall BWG [...] dann vor[liegen], wenn rückzahlbare Gelder des Publikums (der Öffentlichkeit), die der Anlage dienen, nicht bloß gelegentlich entgegengenommen werden. Auf die weitere Verwendung der entgegengenommenen Gelder kommt es hingegen nicht an, um von einer Einlage im Sinne dieser Bestimmung ausgehen zu können.“³³⁾ Der Gerichtshof hat damit jenem Teil der Lehre eine klare Absage erteilt, die bei der Auslegung des Einlagenbegriffs eine bankwirtschaftliche Verkehrsanschauung berücksichtigt hat.³⁴⁾

Da bei Crowdfunding-Modellen das **nicht bloß gelegentliche Entgegennemen** von der Anlage dienenden Geldern des Publikums **geradezu charakteristisch** ist, stellt sich die Frage, was der VwGH unter dem **Begriff „rückzahlbar“** versteht. Während die Frage der Rückzahlbarkeit beim ersten Fall des § 1 Abs 1 Z 1 BWG in den letzten Jahren umfassend diskutiert wurde, hat dieses Thema beim zweiten Fall des Einlagengeschäfts weniger Beachtung gefunden.³⁵⁾

Aus der jüngsten Stellungnahme der FMA³⁶⁾ lässt sich herauslesen, dass nach der Ansicht der Aufsichtsbehörde der Begriff der „**Rückzahlbarkeit**“ in den beiden Fällen des § 1 Abs 1 Z 1 BWG eine **unterschiedliche Reichweite** hat: Während beim ersten Fall bereits die grundsätzliche Möglichkeit der Rückforderung (unabhängig von deren Höhe) ausreicht, erläutert die FMA in der Stellungnahme, dass dann, **wenn die Verlustteilnahme ausgeschlossen wird**, ein Einlagengeschäft vorliegen kann. Da der Rückzahlungsanspruch nach § 1 Abs 1 Z 1 1. Fall BWG bedingt oder unbedingt ausgestaltet sein kann,³⁷⁾ will sich die FMA an dieser Stelle offensichtlich auf den § 1 Abs 1 Z 1 2. Fall leg cit beziehen. Durch diesen Hinweis soll anscheinend klargestellt werden, dass nur die Entgegennahme **kapitalgarantierter rückzahlbarer Gelder** als **Einlagengeschäft** iES zu qualifizieren ist. Diese Ansicht ist begrüßenswert und steht wohl auch noch im Einklang mit der Intention des Gesetzgebers: Dieser hat nämlich in den erläuternden Bemerkungen zum BWG ausgeführt, dass der Einlagentatbestand dem des § 1 Abs 1 Z 1 dKWG nachgebildet ist,³⁸⁾ der ebenfalls darauf abstellt, dass Gelder unter Ausschluss der Verlustteilnahme entgegengenommen werden.³⁹⁾ Sollte das nicht der Fall sein und der VwGH hier zu einem anderen Ergebnis kommen, wäre das Einlagengeschäft mit einem Schlag erheblich über das jetzige Begriffsverständnis hinaus erweitert – und würde etwa vermehrt Genussscheinmodelle umfassen.

³³⁾ VwGH 29. 11. 2013, 2013/17/0242.

³⁴⁾ Vgl *Apathy in Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht² II 3/7.

³⁵⁾ Vgl *Schrank/Meister*, Cash Pooling im Lichte des BWG, ZFR 2013, 256 (257).

³⁶⁾ Vgl *FMA*, Allgemeine Information zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014) 3; vgl *Apathy*, Österreichisches Bankvertragsrecht² II 3/8.

³⁷⁾ AA *Oppitz in Chini/Oppitz*, BWG (2011) § 1 Rz 10.

³⁸⁾ ErläutRV 1130 BlgNR 18. GP 113; vgl *Karas/Träxler/Waldherr in Dellinger*, BWG § 1 Rz 25.

³⁹⁾ Vgl *Schäfer in Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, KWG⁴ § 1 Rz 42.

Derzeit nicht abschließend geklärt ist die Frage, ob **qualifizierte Nachrangdarlehen** ebenfalls unter den Einlagenbegriff fallen. Der VwGH hat sich dazu noch nicht geäußert; die FMA subsumiert sie mangels unbedingten Rückzahlungsanspruchs nicht als Einlage. Auf den ersten Blick führt das zu dem überraschenden Ergebnis, dass die Aufnahme von für den Darlehensgeber vergleichsweise „sicheren“ Darlehen bankkonzessionspflichtig ist, die Aufnahme von qualifizierten Nachrangdarlehen – deren Rückzahlung weniger wahrscheinlich und damit für die Darlehensgeber riskanter ist⁴⁰⁾ – aber nicht.⁴¹⁾ Dieser scheinbare Wertungswiderspruch ist aber die einzige logische – und wohl auch wünschenswerte – Konsequenz, wenn man den soeben genannten Hinweis der FMA weiterverfolgt: Wenn nur die Entgegennahme von kapitalgarantierten Geldern unter den Einlagenbegriff iES fällt, können Nachrangdarlehen – bei denen die Ausgabe des investierten Kapitals ja eben nicht garantiert werden kann – nicht unter den Einlagenbegriff fallen. **Nachrangigkeit schließt** daher die **Qualifikation als Einlage bereits begrifflich aus**.

Als letztes wichtiges Crowdfunding-Instrument sei schließlich an dieser Stelle noch die Möglichkeit genannt, **Unternehmensanleihen** zu begeben. Nach der Rechtsmeinung der FMA ist es für das Einstufen dieser als Bankgeschäft relevant, **ob sie verbrieft werden oder nicht** – verbrieft Unternehmensanleihen unterliegen automatisch nicht dem BWG, allenfalls jedoch dem KMG.⁴²⁾ Aus den bisherigen Rundschreiben der FMA geht allerdings nicht hervor, ob allein der Umstand der Verbriefung (unabhängig davon, ob auch ein öffentliches Angebot durchgeführt und ein KMG-Prospekt erstellt wird) das Vorliegen eines Einlagengeschäfts ausschließt oder ob das nur der Fall ist, wenn auch ein KMG-Prospekt gebilligt wird. **Eine solche Differenzierung** ist hier aber **nicht angebracht**, dagegen spricht schon der **unterschiedliche Regelungszweck** des BWG und des KMG: Ersteres soll Banken regulieren, eine ordentliche Organisationsstruktur und eine angemessene Eigenkapitalbasis sicherstellen,⁴³⁾ Letzteres soll Anleger durch ausreichende Informationen über die angebotenen Finanzinstrumente schützen.⁴⁴⁾ Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass das **Risiko bei einer Anleihe dasselbe** bleibt, unabhängig davon, ob diese verbrieft wird oder nicht, allenfalls gibt es bei einem erstellten Prospekt eine höhere Intensität der Anlegerinformation – die allerdings nicht die

⁴⁰⁾ Vgl *Kirchberger/Maurer*, ÖBA 2007, 424.

⁴¹⁾ Die ESMA steht daher in einer jüngeren Stellungnahme dem Vertrieb von nachrangigen Produkten kritisch gegenüber, vgl ESMA/2014/146, Opinion, MiFID practices for firms selling complex products, 7. 2. 2014.

⁴²⁾ Vgl *FMA*, Allgemeine Information zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014) 7.

⁴³⁾ Vgl ErläutRV 1130 BlgNR 18. GP, Allgemeiner Teil, 110 f; vgl weiters noch zum KWG ErläutRV 844 BlgNR 14. GP und zur KWG-Novelle 1986, ErläutRV 934 BlgNR 16. GP, die als Ziel insb den Schutz der Bankgläubiger und die Funktionsfähigkeit des Bankwesens nennen.

⁴⁴⁾ Vgl ErläutRV 147 BlgNR 18. GP, Allgemeiner Teil, 17.

Hauptzielrichtung des BWG ist. Die aufsichtsrechtliche Beurteilung im Bereich des BWG sollte daher dieselbe sein, unabhängig davon, ob eine Verbriefung vorliegt oder nicht – wenn daher schon die Ausgabe von verbrieften Unternehmensanleihen keine Konzessionspflicht nach § 1 Abs 1 Z 1 BWG auslöst, dann erst recht nicht die Ausgabe von nicht-verbrieften Unternehmensanleihen.

Am Rande dazu sei noch angemerkt, dass sich im Hinblick auf verbrieft Anleihen aus dem Gesetz ein Anhaltspunkt ergibt, dass es **bei der Qualifikation dieser als Einlage** entgegen der oben zitierten VwGH-Entscheidung⁴⁵⁾ doch auf die **anvisierte realwirtschaftliche Tätigkeit ankommt**: § 1 Abs 1 Z 10 BWG, der das sonstige Wertpapiergeschäft regelt, normiert nämlich, dass ein wesentliches Kriterium bei der Emission von Wertpapieren ist, ob diese realwirtschaftlichen Tätigkeiten oder dem Finanzieren von Bankgeschäften dienen. Da das Gesetz selbst dieses Abgrenzungskriterium somit offensichtlich bei sonstigen Emissionen als relevant erachtet, ist unserer Ansicht die Überlegung nicht von der Hand zu weisen, dass dies auch bei Unternehmensanleihen der Fall ist.

B. KMG

Das KMG normiert, unter welchen Voraussetzungen für ein öffentliches Angebot von Wertpapieren bzw Veranlagungen im Inland ein gebilligter Prospekt zu erstellen ist und welchen Inhalt dieser haben muss. Auf Grund der Komplexität des Prospekts ist externe Unterstützung bei dessen Erstellen unerlässlich, was allerdings die Kosten dafür erheblich in die Höhe treibt und dazu führt, dass Projekte mit nur geringem Volumen nicht realisiert werden⁴⁶⁾ – daran können auch die in der Praxis sehr wichtigen Ausnahbestimmungen des § 3 KMG nichts ändern. Der folgende Abschnitt soll einen groben Überblick darüber bieten, welche Crowdfunding-Modelle der Prospektspflicht unterliegen und unter welchen Voraussetzungen kein Prospekt zu erstellen ist.

1. Öffentliches Angebot

Der **zentrale Anknüpfungspunkt** für die Anwendbarkeit des KMG ist das **öffentliche Angebot** – nur dann, wenn ein solches erfolgt, ist allenfalls ein Prospekt zu erstellen. Nach § 1 Abs 1 Z 1 KMG versteht der Gesetzgeber unter einem öffentlichen Angebot eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichend Informationen über die Bedingungen eines Angebots von Wertpapieren oder Veranlagungen und über die anzubietenden Wertpapiere oder Veranlagungen enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere oder Veranlagungen zu entscheiden. Im Bereich des Crowdfunding

⁴⁵⁾ Vgl in diesem Beitrag S 154 unter Punkt IV.A.4.

⁴⁶⁾ Vgl *Die Presse*, Heini Staudinger und sein „juristisches Powerteam“, 5. 3. 2013.

stellt sich die Frage, ob das Anbieten zur Zeichnung (bzw die Einladung zur Anbotstellung) über eine Crowdfunding-Plattform bereits diese Voraussetzungen erfüllt.

Zunächst muss eine **Mitteilung** vorliegen, unter der nach hM einerseits eine Willenserklärung, die auf das Herbeiführen von Rechtsfolgen gerichtet ist, verstanden wird, und die andererseits auch bereits eine Willensmitteilung (also den auf das Tatsächliche gerichteten Willen) umfasst. **Derartige Mitteilungen** werden beim Veröffentlichen eines Projekts auf einer Plattform **regelmäßig vorliegen**, schließlich möchte der Projektersteller dadurch bekanntgeben, dass er **um eine Finanzierung eines Projekts** bestrebt ist und eine **Einladung zur Anbotstellung** der einzelnen Finanzierungsbeiträge abgibt. Angesprochen wird durch diese Mitteilungen zumeist die ganze Bevölkerung eines bestimmten Staates (oder mehrerer),⁴⁷⁾ schließlich sind die Angebote auf einer Crowdfunding-Plattform zumeist öffentlich und ohne weitere Zugangsbeschränkungen einsehbar.⁴⁸⁾ Die Projekte sprechen damit viele oder mehrere Adressaten an, die bloß nach allgemeinen Kriterien bestimmt sind – womit nach allgemeinem Sprachverständnis ein ans **Publikum** gerichtetes Angebot vorliegt.⁴⁹⁾

Weiters wird es zumeist an den **ausreichenden Informationen** bei den über Crowdfunding-Plattformen publizierten Projekten nicht mangeln, legen die Projektersteller doch bei öffentlicher Bekanntgabe ihrer Idee häufig ein fundiertes Geschäftsmodell vor, auf dessen Basis die Investoren in die Lage versetzt werden sollen, sich für die Beteiligung daran zu entscheiden. Auf Basis der Veröffentlichung sind nicht nur die **essentialia negotii** erkennbar, vielmehr erhalten die Investoren **regelmäßig eine detailliertere Beschreibung des Geschäftsmodells** (wobei sich der Detailgrad je nach Plattformbetreiber und dessen Anforderungen an den Informationsgehalt der veröffentlichten Projekte erheblich unterscheiden kann).

Aus den Inhaltserfordernissen, die an die Mitteilung gestellt werden, lässt sich allerdings ableiten, dass nicht sämtliche Crowdfunding-Projekte dem KMG unterliegen – vielmehr sind nur jene Projekte umfasst, die **entgeltlich**

⁴⁷⁾ Wobei die Emittenten das Erstellen eines Prospekts auf Grund des möglichen Notifizierungsverfahrens nicht in jedem Mitgliedstaat einzeln vorzunehmen brauchen, vgl § 8b Abs 1 KMG.

⁴⁸⁾ Der EuGH greift zur kollisionsrechtlichen Beurteilung, welches Recht auf das auf einer Internethomepage veröffentlichte Angebot anwendbar ist, auf das Kriterium der „Ausrichtung“ zurück, wonach relevant ist, an welche Einwohner eines Mitgliedstaates die Geschäftstätigkeit gezielt gerichtet wird; vgl EuGH 7. 12. 2010, C-585/08 und C-144/09, *Pammer und Hotel Alpenhof*, Slg 2010, I-12527; EuGH 25. 10. 2011, C-509/09 und C-161/10, *eDate Advertising und Martinez*, noch nicht in der öffentlichen Sammlung veröffentlicht; EuGH 19. 4. 2012, C-523/10, *Wintersteiger*, noch nicht in der öffentlichen Sammlung veröffentlicht, vgl dazu ausführlich *Mitterer* in *Jaksch-Ratajczak/Stadler*, Aktuelle Rechtsfragen der Internetnutzung II (2011) 101 ff.

⁴⁹⁾ Vgl *Zib/Russ/Lorenz*, KMG § 1 Rz 4 ff mwN; *Heidinger* in *Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht II (2006) 33, 36.

vorgenommen werden oder bei denen der Investor zumindest eine konkrete geldwerte Gegenleistung erhält.⁵⁰⁾ Crowddonating-Plattformen, bei denen die Investoren einen Geldbetrag spenden, ohne jeglichen Gegenwert zu erhalten, fallen daher offensichtlich nicht unter das KMG. Auch jene Plattformen, bei denen die Investoren nur einen symbolischen Gegenwert erhalten – und etwa eine Statistenrolle in einem Film übernehmen können –, werden nicht als geldwerte Leistungen zu qualifizieren sein. Anders wird die Situation aber bereits dann aussehen, wenn sie Zugaben zur Kopie – wie etwa eine signierte Kopie eines finanzierten Films – erhalten, weil diesen Gegenleistungen ein – allenfalls geringer – Wert innewohnt.

Abschließend zu diesem Punkt möchten wir noch anmerken, dass der **Vertrieb des Projekts über eine Internetplattform** die Anwendbarkeit des KMG nicht beeinflusst. Das Gesetz umfasst ausdrücklich jedwede Art und Weise der Mitteilung an das Publikum,⁵¹⁾ nennt beispielsweise ausdrücklich das Angebot über Finanzintermediäre (§ 1 Abs 1 Z 1 KMG)⁵²⁾ und soll möglichst viele Vertriebsformen – etwa auch Treuhandkonstruktionen – umfassen. Da der Hauptzweck der Vertriebsplattformen zumeist auf die Veröffentlichung der Projekte gerichtet ist und andere Ziele allenfalls nur nebenbei verfolgt, ist davon auszugehen, dass das Anbieten über eine Vertriebsplattform als öffentliches Angebot zu werten ist.

2. Wertpapiere und Veranlagungen

Nach § 1 Abs 1 Z 1 KMG ist nur eine Mitteilung mit Informationen über eine Veranlagung oder Wertpapiere allenfalls prospektpflichtig. Zu untersuchen ist daher, ob Projektbetreiber als Emittenten in Frage kommen und welche Crowdfunding-Modelle allenfalls der Prospektpflicht unterliegen.

a) Wertpapiere

§ 1 Abs 1 Z 4 KMG enthält eine **Legaldefinition des Wertpapierbegriffs**, wobei diese Bestimmung wiederum nur auf die in Art 4 Abs 1 Z 18 und 19 enthaltene Definition in der Prospekt-RL⁵³⁾ verweist. Die Bestimmung umfasst damit im Wesentlichen übertragbare, in Form von Urkunden verbriefte Vermögensrechte⁵⁴⁾ – wie etwa Aktien, (verbrieft) Schuldverschreibungen und alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere

⁵⁰⁾ Vgl FAQ der CESR (Vorgängerbehörde der ESMA), CESR/10-830, 9. 7. 2010, 7 Q 6; vgl *Zib/Russ/Lorenz*, KMG § 1 Rz 20.

⁵¹⁾ Vgl *Gruber*, Das öffentliche Angebot im Kapitalmarktgesetz, ZFR 2007, 22 (25).

⁵²⁾ Vgl zum Vermögensverwalter als Finanzintermediär *Ritter/Leinberger*, KMG-Novelle 2005, ÖBA 2006, 906 (910).

⁵³⁾ Richtlinie 2004/39/EG, („Prospekt-RL“).

⁵⁴⁾ Wobei Art 4 Abs 1 Z 18 Prospekt-RL eine demonstrative Aufzählung der umfassten Wertpapiere enthält.

berechtigten, nicht aber Inhaberschuldverschreibungen⁵⁵⁾ mit einer Laufzeit von weniger als 12 Monaten. Hinsichtlich Schuldverschreibungen ist noch anzumerken, dass davon nur jene umfasst sind, bei denen die Emissionsbedingungen eine Kapitalrückzahlungsgarantie enthalten⁵⁶⁾ – womit etwa auch nachrangige Schuldverschreibungen dem KMG unterliegen.

Von den zuvor erwähnten Crowdfunding-Modellen emittieren nur wenige Wertpapiere im Sinne dieser Bestimmung – insb für **Genussscheinmodelle** ist diese Definition aber relevant. Bei den dabei emittierten Genussscheinen⁵⁷⁾ handelt es sich um Schuldverschreibungen,⁵⁸⁾ die dann als Wertpapiere zu qualifizieren sind, wenn sie als Inhaber- oder (gekorenes) Orderpapier ausgestaltet sind,⁵⁹⁾ nicht aber, wenn sie auf Namen lauten und keine Orderklausel enthalten.⁶⁰⁾ Außerdem sind die Unternehmensanleihen von dieser Bestimmung ebenfalls grundsätzlich umfasst. Die Anwendung des KMG kann somit für die entsprechenden Crowdfunding-Modelle nur dann ausgeschlossen werden, wenn die Schuldverschreibungen als Inhaberpapiere ausgestaltet sind und für weniger als 12 Monate begeben werden – womit es sich für die meisten Projekte, die sich zumeist wegen einer langfristigen Finanzierung an das Publikum wenden, um eine nicht praktikable Lösung handelt.

b) Veranlagungen

Bei dem Veranlagungsbegriff im KMG handelt es sich um einen **Auffangtatbestand**, von dem **insb** der sogenannte „**graue Kapitalmarkt**“ – also jene Finanzierungsformen, die ohne Ausgabe von Wertpapieren ein breites Publikum zur Kapitalaufbringung veranlassen – erfasst werden soll (§ 1 Abs 1 Z 3 KMG).⁶¹⁾ Es wäre daher naheliegend, dass Crowdfunding-Modelle, die eben dieses Ziel haben, dem Veranlagungsbegriff unterliegen. Und bei näherer Analyse zeigt sich, dass dies der Fall ist: Zunächst versteht der Gesetzgeber darunter Vermögensrechte, über die kein Wertpapier ausgegeben wurde, bei dem das Kapital mehrerer Anleger direkt oder indirekt auf deren **gemeinsames Risiko** investiert wird, wobei die Verwaltung des investierten Kapitals nicht durch die Anleger selbst erfolgen darf und deren Laufzeit zumindest zwölf Monate beträgt. Der Gesetzgeber wollte damit insb Investitionen in **Publi-**

⁵⁵⁾ Geldmarktinstrumente wie Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate und Commercial Papers.

⁵⁶⁾ Vgl Art 8 Abs 2, Art 16 Abs 2 Verordnung (EG) 809/2004, („Prospekt-VO“).

⁵⁷⁾ Vgl *Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser*, AktG II⁵ § 174 Rz 32; *Roth*, Wertpapierrecht² 155.

⁵⁸⁾ Vgl *Roth*, Wertpapierrecht² 154f.

⁵⁹⁾ Vgl *Zib/Russ/Lorenz*, KMG § 1 Rz 50.

⁶⁰⁾ Vgl *Enzi*, Die Umsetzung der Prospektrichtlinie in nationales Recht, ZFR 2007, 138 (139).

⁶¹⁾ Vgl *Kalss/Oppitz*, Die Neuregelungen der KMG-Novelle 1994, ÖBA 1994, 350 (359).

kums-Kommanditgesellschaften und **stille Beteiligungen** erfassen, die er als gebräuchlichste Veranlagungsformen qualifiziert,⁶²⁾ womit klargestellt ist, dass die entsprechenden Crowdfunding-Modelle grundsätzlich dem KMG unterliegen.

Derzeit nicht eindeutig geklärt ist, ob auch **qualifizierte Nachrangdarlehen** zur Gruppe der Veranlagung gehören. Die FMA⁶³⁾ hat das **ursprünglich verneint** und argumentiert, dass dabei die Geldgeber keine Risikogemeinschaft eingehen, weil jeder Geldgeber seinen Anspruch gesondert geltend machen kann und weiters bei Vereinbarung einer Nachrangigkeit kein von einer Gemeinschaft zu erwartender Gewinn als Zweck einer Veranlagung vorliegt.⁶⁴⁾ Von dieser Ansicht ist die FMA aber **in weiterer Folge abgerückt** und geht nunmehr – ohne nähere Begründung – davon aus, dass qualifizierte Nachrangdarlehen unter Umständen auch den Tatbestand der Veranlagung erfüllen können, was aber nur einzelfallbezogen beurteilt werden kann.⁶⁵⁾

Welche Überlegungen zu diesem Sinneswandel geführt haben, ist nicht nachvollziehbar, war doch die **erste Ansicht wesentlich überzeugender**: Ein wesentliches Tatbestandsmerkmal bei der Veranlagung ist die Investition auf gemeinsame Rechnung und Risiko der Investoren, also die **Vergemeinschaftung der beteiligten Personen**. Nach dem Gesetzeswortlaut muss dafür eine schuldrechtliche oder gesellschaftsrechtliche Gemeinschaft vorliegen, sodass einzelne Forderungsrechte, die ohne gemeinsamen Bezug ent- und bestehen, nicht unter den Veranlagungsbegriff fallen⁶⁶⁾ – was der Gesetzgeber in den erläuternden Bemerkungen beispielhaft dadurch verdeutlicht, dass er Finanzterminkontrakte nicht vom Veranlagungsbegriff umfasst sieht.⁶⁷⁾ Alleine das

⁶²⁾ ErläutRV 147 BlgNR 18. GP 18.

⁶³⁾ Überraschend in diesem Zusammenhang ist, dass sich die FMA überhaupt zu diesem Thema äußert – sind doch für das Einhalten der Veröffentlichungspflichten die ordentlichen Gerichte zuständig (§ 15 Abs 1 KMG).

⁶⁴⁾ FMA, Allgemeine Information zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand November 2013) 6.

⁶⁵⁾ FMA, Allgemeine Information zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher (Stand März 2014) 6. Generell ist die FMA in den letzten Jahren dazu übergegangen, es der Praxis mit dem Verweis auf die Notwendigkeit der „Einzelfallbeurteilung“ nahezu unmöglich zu machen, mit einiger Wahrscheinlichkeit zu beurteilen, welches Verhalten nun erlaubt und welches verboten ist. Besonders bemerkenswert ist, dass sich die Behörde einerseits weigert, allgemein gültige Aussagen (insb zu Konzessions- und Prospektpflicht) zu publizieren, andererseits aber Strafverfahren einleitet, weil die Rechtsunterworfenen die Vorschriften nicht so interpretieren wie die Behörde. Wobei der Rechtsunterworfenen erst nach Einleitung des Verwaltungsstrafverfahrens erfährt, wie die Behörde seinen „Einzelfall“ auslegt. Die Autoren halten diese Vorgangsweise im Lichte der Vorhersehbarkeit von Strafen („nulla poena sine lege“) für äußerst bedenklich.

⁶⁶⁾ Vgl *Kalss/Oppitz*, ÖBA 1994, 358.

⁶⁷⁾ ErläutRV 147 BlgNR 18. GP 18.

Kriterium der Nachrangigkeit ändert aber nichts an dem singulären Forderungsrecht der Investoren. Es ist daher nicht nachvollziehbar, warum Nachrangdarlehen als Veranlagung zu qualifizieren sein sollen.

In diesem Zusammenhang möchten wir auch auf den von *Kalss/Oppitz* herausgearbeiteten (Anlage-) **Fondsgedanken** verweisen. Die Autoren analysieren unter Verweis auf den vagen Begriff des Vermögensrechts in § 1 Abs 1 Z 3 KMG, dass die Investoren entweder nur auf deren gemeinsame Rechnung und gemeinsames Risiko oder auf gemeinsame Rechnung und gemeinsames Risiko mit dem Emittenten investieren. Damit ist der **Kern des Fondsgeschäfts erfasst**, bei der für die Kapitalinvestitionen **möglichst hohe Erträge oder Wertsteigerungen** bei **gleichzeitiger Senkung des Risikos** für den Einzelnen während des Zeitraums der Kapitalüberlassung erzielt werden sollen.⁶⁸⁾ Ausdruck dessen findet sich insb auch bei der Art der Rechtsdurchsetzung: Bei einem Fonds können nur die gesamten Anteilsinhaber gemeinsam gegen die Kapitalanlagegesellschaft⁶⁹⁾ vorgehen, weil es sich bei diesen Forderungen nach herrschender Ansicht⁷⁰⁾ um Gesamthandforderungen nach § 848 ABGB handelt, sodass ein Anteilsinhaber seine Ansprüche nicht selbstständig durchsetzen kann.⁷¹⁾

Davon **unterscheidet sich die Situation** der **einzelnen nachrangigen Darlehensgeber** aber grundlegend, weil diese – auch wenn sie im Rahmen eines gemeinsamen Geschäftsmodells das Geld begeben haben und alle dasselbe Risiko tragen – ihre Ansprüche **immer noch einzeln durchsetzen können**. Welche Einzelfälle konkret nach der Ansicht der FMA eine Prospektpflicht auslösen, wird sich freilich erst weisen – allerdings ist der Rückzieher der FMA hier mit den dem Markt zur Verfügung stehenden Informationen nicht nachvollziehbar.⁷²⁾

3. Ausnahmen von der Prospektpflicht

Das KMG enthält in § 3 KMG einen **umfassenden Katalog von Ausnahmen von der Prospektpflicht**. Für Crowdfunding-Modelle sind im Wesentlichen nur drei Ausnahmen praktisch relevant. Zunächst ist dann kein Prospekt für Angebote zu erstellen, wenn Anleger die Wertpapiere oder Veranlagungen erst ab einem **Mindestinvestitionsbetrag von EUR 100.000,-** erwerben können (§ 3 Abs 1 Z 9 KMG), weiters für Angebote, bei denen Wertpapiere oder Veranlagungen in der „Union“ über einen **Gesamtgegenwert von weniger als EUR 250.000,-** (§ 3 Abs 1 Z 10 KMG) ausgegeben werden, sowie Angebote, die

⁶⁸⁾ Vgl *Kalss/Oppitz*, ÖBA 1994, 359.

⁶⁹⁾ Vgl OGH 3. 4. 2008, 1 Ob 43/08 t.

⁷⁰⁾ Vgl *Koziol/Oppitz* in *Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht VI² 3/142 mwN.

⁷¹⁾ Vgl *Sailer* in *Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, ABGB⁴ § 848 Rz 1 f mwN; *Gamerith* in *Rummel*, ABGB³ § 848 Rz 5 mwN.

⁷²⁾ Siehe oben FN 65.

sich an **weniger als 150 natürliche Personen** pro EWR-Staat richten (§ 3 Abs 1 Z 14 KMG). Projektersteller machen erfahrungsgemäß nur von der zweiten Ausnahme Gebrauch – was allerdings häufig damit zusammenhängt, dass bereits die Plattformbetreiber nur Investitionen bis zu dieser Grenze zulassen. Die Grenze bei der ersten Ausnahme ist für fast alle Projekte viel zu hoch angesetzt, während für die letzte Ausnahme zumeist nicht die entsprechenden Investoren im Vorhinein bekannt sind, sodass ein direktes Herantreten an diese ausscheidet.

Der **Gesetzgeber** ist sich (mittlerweile) offenbar der **Problematik des KMG** im Hinblick auf Crowdfunding-Modelle **bewusst**, weshalb er in einem ersten Schritt jüngst die Ausnahmestimmungen zumindest etwas gelockert und die Untergrenze des § 3 Abs 1 Z 10 KMG von ursprünglich EUR 100.000,- angehoben hat,⁷³⁾ wobei er diese Erhöhung damit begründet, dass die Größenordnung dieser Projekte kapitalmarktfern ist und die Projekterstellung daher unwirtschaftlich ist.⁷⁴⁾ Wünschenswert ist, dass es sich dabei nur um den ersten Schritt handelt, dem wohl noch weitere zu folgen haben.

C. AIFMG

Mit dem AIFMG wurden die europarechtlichen Vorgaben⁷⁵⁾ umgesetzt, und ein **Rechtsrahmen** für die **Tätigkeit von Verwaltern alternativer Investmentfonds geschaffen** („AIF-Manager“). Auch wenn die Regelungen primär Manager klassischer Hedgefonds, Immobilienfonds, Rohstofffonds und Private Equity Fonds betreffen, so ist der Anwendungsbereich wesentlich weiter und umfasst die Zulassung von und die Aufsicht über die Verwalter von Alternativen Investmentfonds („AIF“). Nach dem Gesetz handelt es sich dabei um jeden 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, ohne dass das eingesammelte Kapital unmittelbar einer operativen Tätigkeit dient (§ 2 Abs 1 Z 1 AIFMG). Wie diese Definition auszulegen ist, wird sich erst zeigen: Zu beachten ist dabei nämlich, dass Konzessionsanträge bis 22. Juli 2014 (§ 67 Abs 1 AIFMG) zu stellen waren – im Zuge der Prüfung dieser durch die FMA könnten sich hinsichtlich der einzelnen Tatbestandselemente **noch einige Überraschungen ergeben**: Die FMA hat sich nämlich in ihrem aktuellen Rundschreiben noch nicht sehr deutlich zu den einzelnen Begriffselementen geäußert⁷⁶⁾, sondern verweist primär auf ein Rundschreiben der ESMA⁷⁷⁾ und

⁷³⁾ Vgl. *Gruber*, ZFR 2013, 341: Untergrenze für Prospektpflicht auf EUR 250.000,- erhöht.

⁷⁴⁾ ErläutRV 2401 BgNR 24. GP 30.

⁷⁵⁾ Richtlinie 2011/61/EU („AIFM-RL“).

⁷⁶⁾ Vgl. *FMA*, Frequently Asked Questions zur Anwendung des Alternativen Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG), 31. März 2014, 11.

⁷⁷⁾ ESMA/2013/611, Guidelines on key concepts of the AIFMD, 13. 8. 2013.

die Notwendigkeit der einzelfallbezogenen Prüfung.⁷⁸⁾ Da der Begriff des AIF aber europarechtlich vorgegeben ist, kann zur ersten (hilfsweisen) Orientierung auf die Auslegungsschreiben der BaFin zurückgegriffen werden.

Unter einem **Organismus** wird grundsätzlich ein Vehikel verstanden, bei dem das von Investoren eingesammelte Kapital gebündelt wird, wobei die Rechtsform der Beteiligung der Investoren nicht relevant ist. Ausschlaggebend ist, dass der Organismus rechtlich oder wirtschaftlich selbstständig ist und zumindest ein getrennter Rechnungskreis vorhanden ist.⁷⁹⁾ Die Qualifikation als AIF wird bei einigen Crowdfunding-Modellen bereits an dieser Stelle scheitern, wenn kein eigenes Vehikel eingerichtet wird, in dem das Vermögen gebündelt wird – vielmehr wird direkt in das Projekt investiert, und nicht einmal ein eigener Rechnungskreis gebildet. Das wird etwa bei der Emission von Unternehmensanleihen der Fall sein – die Investoren erwerben diese direkt, ohne Umweg über ein Vehikel.

Fraglich ist aber, ob das **Einbeziehen eines Plattformbetreibers** an der Qualifikation etwas ändert, schließlich bündelt er das Kapital und stellt es nach Erreichen der Mindestinvestitionsschwelle dem Projektbetreiber zur Verfügung. Das wird davon abhängen, wer das Eigentumsrecht ausüben kann: Für das Vorliegen eines Vehikels ist es nämlich erforderlich, dass das Eigentum an den Vermögenswerten durch Anteile an einem kollektiven Organismus vermittelt wird und die Anleger ihr Eigentumsrecht nicht direkt ausüben können.⁸⁰⁾ Der Plattformbetreiber wird in der Regel als Treuhänder tätig sein und kann entweder im Rahmen einer Vollrechtstreuhand oder Ermächtigungstreuhand⁸¹⁾ das ihm übertragene Vermögen verwalten. Für seine Qualifikation als Organismus macht das aber keinen Unterschied – schließlich ist er in beiden Fällen im Interesse der Investoren und als Verwalter des übertragenen Vermögens tätig.⁸²⁾ Der Plattformbetreiber wird somit in der Regel als Organismus einzustufen sein.

Gemeinsame Anlagen liegen dann vor, wenn die Anleger an Chancen und Risiken des Organismus beteiligt werden und die Anleger somit eine Gewinn- und Verlustbeteiligung haben; erhalten die Investoren allerdings einen bei der Investition fixierten Betrag für ihre Beteiligung, liegt keine gemeinsame Anlage vor.⁸³⁾ Bereits aus diesem Grund werden daher Crowdfunding-Modelle, bei

⁷⁸⁾ Siehe dazu die Ausführungen zu FN 65.

⁷⁹⁾ Vgl. *BaFin*, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, GZ WA 41-Wp 2137-2013/0001, 14. 6. 2013, 1.

⁸⁰⁾ Vgl. ESMA/2013/600, Final Report, Guidelines on key concepts of the AIFMD, 24. 5. 2013, 31, Rz 12.

⁸¹⁾ Vgl. *Apathy* in *Schwimann/Kodek*, ABGB³ § 1002 Rz 9 ff.

⁸²⁾ Vgl. *Bydlinski* in *Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, ABGB⁴ § 1002 Rz 7.

⁸³⁾ Vgl. *BaFin*, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, GZ WA 41-Wp 2137-2013/0001, 14. 6. 2013, 2; vgl. *Gerstner/Leitner*, Geschlossene Immobilienfonds und kollektive Immobilien-Investments im Fokus des AIFMG, ÖBA 2013, 566 (568).

denen etwa Unternehmensanleihen oder nachrangige Darlehen begeben werden, nicht unter das AIFMG fallen – beteiligen sich doch die Investoren dort nicht am Gewinn oder Verlust, sondern erhalten nach Ablauf einer bestimmten Frist ihr eingesetztes Kapital (zzgl Zinsen) zurück. Zu differenzieren ist aber bei den gesellschaftsrechtlichen Beteiligungen: Insb bei stillen Beteiligungen wird die Qualifikation als AIF davon abhängen, ob auch eine Verlustbeteiligung vereinbart wurde oder nicht – nur im ersten Fall wird allenfalls das AIFMG anwendbar sein.

Weiters setzt eine Einstufung als AIF voraus, dass der Organismus **von einer Anzahl von Anlegern** (mehr als einem) Kapital einsammelt. Aus der AIFM-RL ergibt sich, dass der Begriff Anleger hier nicht sämtliche Personen umfasst: Wird das **Kapital von Familienangehörigen** eingesammelt, ohne Dritte zu beteiligen, so liegt kein AIF vor.⁸⁴⁾ Für die meisten Crowdfunding-Projekte wird diese Ausnahme keine Relevanz haben – allerdings ist damit immerhin klargestellt, dass die innerfamiliäre Aufnahme von Finanzierungsmitteln von mehreren Personen nicht konzessionspflichtig ist.

Für die Qualifikation als AIF muss der Investitionstätigkeit außerdem eine **festgelegte Anlagestrategie** zu Grunde liegen, die aber weder im AIFMG noch in der AIFM-RL definiert wird; auch die erläuternden Bemerkungen enthalten keine weiteren Ausführungen dazu.⁸⁵⁾ Während sich die FMA mit dem Begriff noch nicht vertiefend auseinandergesetzt hat, hat die BaFin dazu ein Auslegungsschreiben verfasst, in dem sie sich dem Begriff der Anlagestrategie in Abgrenzung zur allgemeinen Geschäfts- bzw Unternehmensstrategie annimmt.⁸⁶⁾ Demzufolge ist eine Anlagestrategie jede, bei der die Kriterien für die Investition des Kapitals genauer festgelegt sind als das bei einer üblichen Unternehmensstrategie, die etwa in einer Satzung oder im Gesellschaftsvertrag festgehalten ist, der Fall ist – wenn etwa die Assetallokation, bestimmte Strategien (zB Buy-and-Hold), die Investition in bestimmte Regionen, bestimmte Mindesthaltefristen etc festgelegt sind, liegt eine Anlagestrategie vor.⁸⁷⁾ Ein zentrales Kriterium ist derzeit noch umstritten: Fraglich ist, ob der AIF-Manager einen **Entscheidungsspielraum bei seiner Verwaltungstätigkeit** benötigt, er also zwischen zumindest zwei Anlageobjekten wählen können muss.

⁸⁴⁾ AIFM-RL, Erwägungsgrund 7; vgl ESMA/2013/611, Guidelines on key concepts of the AIFMD, 13. 8. 2013, Pkt VII 6, Rz 13 f, zur Definition der „pre-existing group“ siehe 4.

⁸⁵⁾ Vgl ErläutRV 2401 BlgNR 24. GP 12; laut dem Gesetzgeber ist bei der Beurteilung – mangels klarer Leitlinien auf europäischer Ebene – nur eine Einzelfallbeurteilung möglich; allerdings sei es möglich, einen Feststellungsbescheid zu erwirken.

⁸⁶⁾ Vgl BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, GZ WA 41-Wp 2137-2013/0001, 14. 6. 2013, 4.

⁸⁷⁾ Vgl Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie (2013) Art 2 Rz 57.

Dieses **Kriterium** ist bei den **Crowdfunding-Modellen von besonderer Relevanz**, schließlich wird hier häufig nur in ein einziges Projekt investiert. Teilweise wird dabei der Standpunkt vertreten, dass in diesem Fall die engste aller möglichen Anlagestrategien vorliegt,⁸⁸⁾ während Teile der Literatur der Ansicht sind, dass **mangels eines Entscheidungsspielraums überhaupt keine Anlagestrategie** mehr vorliegt.⁸⁹⁾ Die zweite Ansicht ist wesentlich überzeugender: Bei Durchsicht des AIFMG fällt auf, dass der Gesetzgeber offenbar beim Entwurf des Gesetzes **einen AIF-Manager im Auge hatte**, der den Fonds **aktiv verwaltet** und **laufend Investitionsentscheidungen** trifft. Im Hinblick darauf hat der Gesetzgeber etwa auch die Regelung getroffen, dass regelmäßig Anlage- sowie Liquiditätsstresstests (§ 13 Abs 3 Z 2, § 14 Abs 1 AIFMG) sowie mindestens einmal jährlich eine Bewertung des Anlageportfolios durchzuführen sind (§ 17 Abs 1 AIFMG) und die Anleger regelmäßig über den prozentualen Anteil der Anlagen zu unterrichten sind, die sich schwer liquidieren lassen (§ 21 Abs 4 Z 1 AIFMG). Daher sprechen überzeugende Argumente dafür, dass ein AIF-Manager eine Entscheidung zwischen zumindest zwei Investitionsalternativen treffen können muss, damit von einer Anlagestrategie gesprochen werden kann. Unserer Meinung nach liegt daher bei einem Projekt, bei dem nur eine einzige Investitionsmöglichkeit gegeben ist, keine Anlagestrategie vor – weshalb die Anwendbarkeit des AIFMG bei den meisten Crowdfunding-Modellen auszuschließen ist. Ob die FMA diese Ansicht ebenfalls vertritt, bleibt abzuwarten.⁹⁰⁾

Als weiteres Kriterium setzt ein AIF voraus, dass die **Investition zum Nutzen** der Anleger vorgenommen wird und daher mit einem Vermögenszuwachs für diese einhergeht, wobei es ausreicht, wenn der Wert der Anlage erhalten wird.⁹¹⁾ Im Bereich des Crowdfunding sind daher auch jene Projekte grundsätzlich vom AIFMG erfasst, bei denen die Investoren in Erwartung positiver sozialer Folgen oder positiver Folgen für die Umwelt auf eine höhere Rendite verzichten. Nur wenn die Investoren ausschließlich nicht kommerzielle Ziele verfolgen, ist das Vehikel nicht als AIF zu qualifizieren – zu denken ist dabei etwa an Projekte, bei denen die Investoren in einem Film als Statisten mitspielen.

⁸⁸⁾ Vgl *Gerstner/Leitner*, ÖBA 2013, 570; für Deutschland *Loff/Klebeck*, Fundraising nach der AIFM-Richtlinie und Umsetzung in Deutschland durch das KAGB, BKR 2012, 353 (358).

⁸⁹⁾ Vgl für Deutschland *Kind/Haag*, Der Begriff des Alternativen Investment Fund nach der AIFM-Richtlinie – geschlossene Fonds und private Vermögensanlagegesellschaften im Anwendungsbereich?, DStT 2010, 1526 (1529); *Tollmann* in *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-Richtlinie (2013) Art 2 Rz 57, 63.

⁹⁰⁾ Siehe dazu die Ausführungen in FN 65.

⁹¹⁾ Mag auch aus steuerlichen Gründen ein Verlust erwirtschaftet werden, vgl *Tollmann* in *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-Richtlinie (2013) Art 2 Rz 55.

Als letztes Kriterium setzt das AIFMG voraus, dass das Kapital **nicht unmittelbar einer operativen Tätigkeit dient**. Dieses Kriterium fehlt in der AIFM-RL, wurde aber sowohl in das österreichische als auch das deutsche Umsetzungsgesetz⁹²⁾ zur exakteren Begriffsbestimmung von AIF aufgenommen.⁹³⁾ Der Gesetzgeber wollte dadurch wohl klarstellen, dass Investitionen in produzierende Unternehmen, die Anlagen selbst betreiben, Güter produzieren, Rohstoffe lagern/verarbeiten und kaufen/verkaufen, insoweit sie außerhalb des Finanzsektors tätig sind, nicht dem AIFMG unterliegen.⁹⁴⁾ Wird also die **Wertschöpfung primär aus einer aktiven Tätigkeit des betroffenen Unternehmens und nicht dem passiven Halten von Vermögensgegenständen** gewonnen, so liegt eine operative Tätigkeit vor. Hervorzuheben ist dabei insb, dass der österreichische Gesetzgeber⁹⁵⁾ noch ein Unmittelbarkeitskriterium aufgenommen hat, wodurch er offenbar verdeutlichen möchte, dass ein Organismus umso eher als AIF einzustufen ist, je mehr gesellschaftsrechtliche Ebenen das Kapital durchlaufen muss, bevor es für die operative Tätigkeit zur Verfügung steht.

Diesem Abgrenzungskriterium wird im Bereich des Crowdfunding **erhebliche Bedeutung** zukommen – schließlich werden die Investitionen dabei insb vorgenommen, um die praktische Umsetzung einer Geschäftsidee zu ermöglichen. So wird im Immobilienbereich etwa dann kein AIF vorliegen, wenn ein Projekt vollumfänglich entwickelt wird (umfasst sind etwa die Konzeption, der Ankauf, die Entwicklung der Immobilie sowie allenfalls der anschließende Verkauf) – ein Beispiel von erheblicher Relevanz ist etwa das Errichten von Solarkraftanlagen und Windkraftanlagen.⁹⁶⁾

D. Exkurs: Plattformbetreiber

Damit sich potentielle Investoren und die Unternehmen, die eine Finanzierung benötigen, überhaupt finden, bedarf es zumeist eines Dritten, der eine Plattform zur Verfügung stellt, über die mögliche Vertragspartner miteinander in Kontakt treten können. Der Plattformbetreiber übernimmt aber nicht nur die Rolle des Vermittlers, sondern erfüllt auch weitere Funktionen: So **nimmt er häufig** die von den Investoren zur Verfügung gestellten **Gelder entgegen** und **hält sie in Gewahrsam**, bis die Frist zur Teilnahme an der Investition abgelaufen ist oder die Mindestinvestitionsschwelle, die der Unternehmer

⁹²⁾ Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).

⁹³⁾ Dieses Tatbestandselement dürfte wohl auf die Stellungnahme der ESMA (ESMA/2013/600, Guidelines on key concepts of the AIFMD, 24. 5. 2013, Pkt VI 31, Rz 12) zurückgehen.

⁹⁴⁾ Vgl *Gerstner/Leitner*, ÖBA 2013, 570.

⁹⁵⁾ Im Gegensatz zur europarechtlichen Vorlage und etwa dem KAGB.

⁹⁶⁾ Vgl *BaFin*, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, GZ WA 41-Wp 2137-2013/0001, 14. 6. 2013, 5.

benötigt, um das Projekt realisieren zu können, erreicht ist. Die Plattform ist dabei **zumeist über das Internet erreichbar**, wodurch eine Vielzahl von potentiellen Investoren – kostengünstig – angesprochen werden kann. Auch nach der Investition dient der Plattformbetreiber als primärer Ansprechpartner für die Investoren, die dort (häufig veranschaulicht mit einem Ladebalken) den Fortschritt des Projekts verfolgen und in Kontakt mit den Projektbetreibern treten können; außerdem übernimmt er etwa regelmäßig die Gewinnausschüttungen. Weiters stellt der Plattformbetreiber zumeist die Vertragsunterlagen zur Verfügung, die Investoren direkt über die Plattform ausfüllen können und der Betreiber dann an die Projektersteller weiterleitet.

Es stellt sich daher die Frage, welche aufsichtsrechtlichen Bestimmungen für den Plattformbetreiber relevant sind. Gerade im Bereich des **Lending-based Crowdfunding** wird der Plattformbetreiber einige Hürden zu bewältigen haben – so ist etwa für das Vermitteln von Unternehmenskrediten eine Bankkonzession notwendig (§ 1 Abs 1 Z 18 lit b BWG). Diese Konzession wird bei der Konstruktion wohl unumgänglich sein; allerdings wird sich der Plattformbetreiber dieser Verpflichtung durch gewisse vertragliche Konstruktionen allenfalls entledigen können.⁹⁷⁾

In Anbetracht der gänzlich anderen Ausrichtung der Tätigkeit des Plattformbetreibers im Vergleich zum kapitalsuchenden Unternehmen wird aber in diesem Abschnitt das BWG nur in aller Kürze abgehandelt und die **anderen betroffenen regulatorischen Vorschriften primär beleuchtet**. Fraglich ist hier insb, ob der Plattformbetreiber Zahlungsdienste iSd ZaDiG erbringt, Wertpapierdienstleistungen gemäß dem WAG anbietet oder als gewerblicher Vermögensberater tätig wird.

1. BWG

Im Hinblick auf den Plattformbetreiber stellt sich zunächst die Frage, ob dieser ein **Platzierungsgeschäft** ohne fester Übernahmeverpflichtung nach § 1 Z 2 lit g WAG betreibt – das ein **Teilbereich** des **Loroemissionsgeschäfts** nach § 1 Abs 1 Z 1 BWG ist und für das daher eine **Bankkonzession** nach § 3 Abs 4 WAG iVm § 1 Abs 1 Z 11 BWG **erforderlich** ist.⁹⁸⁾ Bei der Platzierung handelt es sich auch um den Verkauf von Finanzinstrumenten iSd § 1 Z 6 WAG (womit dieser Fall etwa für ein Modell mit Unternehmensanleihen besonders relevant ist) nur an einen begrenzten Kreis von Personen, mit dem Ziel eines planmäßigen Absatzes der Finanzinstrumente. Weiters muss der Emittent der Finanzinstrumente den Platzierer mit dem Absatz der Finanzinstrumente betrauen, also eine Platzierungsabrede treffen.⁹⁹⁾

⁹⁷⁾ Vgl in diesem Beitrag S 149 unter Punkt III.C.

⁹⁸⁾ Vgl *Hartmann/Heidinger* in *Gruber/Raschauer*, WAG^{1.01} § 1 Rz 58 f.

⁹⁹⁾ Vgl *Saria* in *Brandl/Saria*, WAG² § 1 Rz 7.

Bei den meisten Crowdfunding-Plattformen werden die Emittenten einen Auftrag zum Platzieren der Finanzinstrumente erteilen, an einer Platzierungsabrede wird es somit nicht mangeln. Jedoch ist dafür erforderlich, dass der **Platzierende als Stellvertreter tätig** wird und eine eigene Willenserklärung abgibt, die zum Verkauf der Finanzinstrumente führt. Plattformbetreiber sind aber allenfalls nur als Treuhänder tätig und üben Rechtsgeschäfte im eigenen Namen und damit nicht als Stellvertreter aus.¹⁰⁰⁾ Sie werden daher nur **bloße Werbemaßnahmen** setzen oder **Einladungen zur Zeichnung** aussprechen, die aber für sich allein noch **nicht tatbestandsmäßig sind**, schließlich wird der Plattformbetreiber dadurch nur als Bote tätig.¹⁰¹⁾ Somit wird in den meisten Fällen eine Bankkonzession für das Erbringen des Loroemissionsgeschäft nicht notwendig sein.

2. WAG/GewO

Weiters ist zu überlegen, ob Crowdfunding-Plattformen Dienstleistungen erbringen, die konzessionierten Unternehmen nach dem WAG bzw Wertpapiervermittlern nach § 136 b GewO vorbehalten sind – die Betreiber könnten insb Aufträge, die Finanzinstrumente¹⁰²⁾ zum Gegenstand haben, annehmen und übermitteln (§ 1 Z 2 lit a WAG), Anlageberatung vornehmen (§ 1 Z 2 lit e WAG) oder ein multilaterales Handelssystem betreiben (§ 1 Z 2 lit h WAG).

a) Annahme und Übermittlung von Aufträgen

Bei der Annahme und Übermittlung von Wertpapieren hat es sich vor der Erlassung des WAG 2007 um ein bankkonzessionspflichtiges Geschäft gehandelt (§ 1 Abs 1 Z 19 lit c BWG aF), das nunmehr im Wesentlichen unverändert in das WAG 2007 eingefügt wurde.¹⁰³⁾ Darunter ist die **Anbahnung und Verhandlung eines Geschäfts** mit einem Dritten **aufgrund** einer **privatrechtlichen Vereinbarung** mit einem Auftraggeber zu verstehen, **unabhängig** davon, ob das im Rahmen einer **ständigen Betrauung** geschieht **oder nicht**.¹⁰⁴⁾ Der Vermittler stellt dabei **unbewertete Informationen** zur Verfügung, auf Basis derer der Auftraggeber mit dem Dritten einen Vertrag abschließen kann; das Anbieten von Auswahlkriterien für die Anlageentscheidung allein reicht aber noch nicht aus.¹⁰⁵⁾ Wer also bloß die Gelegenheit zum

¹⁰⁰⁾ Vgl *Apathy* in *Schwimann/Kodek*, ABGB³ § 1002 Rz 9 ff mwN; *Bydlinski* in *Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, ABGB⁴ § 1002 Rz 7.

¹⁰¹⁾ Vgl *Oppitz* in *Chini/Oppitz*, BWG (2011) § 1 Rz 36.

¹⁰²⁾ Wobei wir in weiterer Folge davon ausgehen, dass Finanzinstrumente nach § 1 Z 6 lit a WAG (wie etwa Genussscheine) über die Plattform erworben werden können.

¹⁰³⁾ Vgl *Brandl/Klausberger* in *Brandl/Saria*, WAG² § 3 Rz 3.

¹⁰⁴⁾ Vgl *Knobl* in *Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt*, WAG § 11 Rz 13.

¹⁰⁵⁾ Vgl *Hartmann/Heidinger* in *Gruber/Raschauer*, WAG^{1.01} § 1 Rz 20.

Abschluss von Verträgen über die Anschaffung und Veräußerung aufzeigt und nur Kenntnis von der Gelegenheit eines Vertragsabschlusses verschafft, übermittelt noch keine Aufträge und nimmt diese auch nicht an.

Ob Vertriebsplattformen die Annahme und Übermittlung von Aufträgen wahrnehmen, hängt damit im Wesentlichen von der konkreten Ausgestaltung der Plattformen ab. Wenn die Plattformen etwa – wie es derzeit teilweise der Fall sein dürfte – Investoren nicht nur Kenntnis von der Möglichkeit des Abschlusses eines Geschäfts verschaffen, sondern darüber hinausgehend tätig werden und insb den **Vertragsabschluss der Parteien** durch das **Übermitteln** der jeweiligen **Vertragsunterlagen vorbereiten, Willenserklärungen** den Parteien zukommen lassen und die **Kommunikation** zwischen den Parteien übernehmen, ist davon auszugehen, dass sie die Geschäfte zwischen dem Projektbetreiber und dem Investor anbahnen und auch ausverhandeln. Plattformbetreiber übernehmen daher zumeist die Vermittlung von Aufträgen nach § 1 Z 2 lit a WAG.

Allerdings bedeutet das noch nicht automatisch, dass sie eine Konzession als Wertpapierfirma oder Wertpapierdienstleistungsunternehmen benötigen, vielmehr reicht eine Gewerbeberechtigung nach § 136 b GewO, falls die Plattformen sich auf Wertpapiere nach § 1 Z 6 lit a WAG beschränken. Da diese Möglichkeit allerdings nur natürlichen Personen offensteht (vgl § 2 Abs 1 Z 15 WAG), wird der praktische Nutzen dieser Bestimmung gering sein.¹⁰⁶⁾

b) Anlageberatung

Eine Anlageberatungstätigkeit liegt nach § 1 Z 2 lit e WAG dann vor, wenn Beratung über Kundenvermögen im Rahmen eines Kundenauftrags erfolgt.¹⁰⁷⁾ Unter Beratung an sich wird dabei eine mit entsprechender Information **einhergehende Verhaltensempfehlung verstanden**, die in der **Abgabe** einer **persönlichen Empfehlung** besteht.¹⁰⁸⁾ Dabei teilt der Anlageberater Einschätzungen und Markterwartungen hinsichtlich Finanzinstrumenten mit, gibt sachkundigen Rat zum Aufbau oder Ausbau eines Portfolios und unterzieht die von ihm vorgelegten Informationen über Finanzinstrumente einer Bewertung. Solcherlei Tätigkeiten betreiben Plattformbetreiber in der Regel nicht: Zwar stellen sie Informationen über die einzelnen Projekte zur Verfügung, nehmen aber keine Würdigung oder Risikoeinschätzung vor und geben keinen sachkundigen Rat zum Aufbau eines Portfolios ab. Daher liegt der Schluss nahe, dass die meisten Plattformbetreiber **keine Anlageberatung** iSd WAG vornehmen.

¹⁰⁶⁾ Vgl ausführlich zur Lage in Deutschland Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, 250.

¹⁰⁷⁾ Vgl Hartmann/Heidinger in Gruber/Raschauer, WAG^{1.01} § 1 Rz 42 f.

¹⁰⁸⁾ Vgl Bydlinski, Die Beraterhaftung der Banken im österreichischen Recht, in FS Hadding (2004) 764; Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, WAG² § 38 Rz 27 mwN.

c) Betrieb eines multilateralen Handelssystems

Wenn Crowdfunding-Portale ein EDV-System verwenden, mit dem sie Investoren und Projektersteller nach nicht-diskretionären Regeln zusammenbringen, könnte der Plattformbetreiber ein multilaterales Handelssystem nach § 1 Z 2 lit h WAG betreiben. Laut Legaldefinition handelt es sich dabei um ein **multilaterales System, das kein geregelter Markt** ist, das die **Interessen** einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems **nach nicht-diskretionären Regeln zusammenführt**, woraus ein Vertragsabschluss resultiert.

Bei näherer Analyse der Bestimmung kristallisiert sich noch ein weiteres Merkmal heraus: Ein multilaterales Handelssystem liegt nur vor, wenn ein Sekundärmarkt betrieben wird, nicht aber bei der Erstaussgabe von Vermögensanlagen. Das ergibt sich bereits aus den Erwägungsgründen der zugrundeliegenden EU-Richtlinie,¹⁰⁹⁾ die zum Ausdruck bringen, dass multilaterale Handelssysteme als funktionales Äquivalent zu den Wertpapierbörsen zu sehen sind.¹¹⁰⁾ Außerdem kommt man zu diesem Ergebnis bei näherem Betrachten der Gesetzessystematik: So sind viele Folgepflichten nur dann vernünftig anwendbar, wenn ein Zirkulationsmarkt betrieben wird – zu denken ist etwa an Transparenzvorschriften (§ 68 WAG) und die Bestimmungen zum Handel und Abschluss von Geschäften über MTF (§ 67 WAG).¹¹¹⁾ Anzumerken ist an dieser Stelle, dass bereits das Wort „Handel“ impliziert, dass die Erstaussgabe von Vermögensanlagen davon nicht umfasst ist, sondern Vertragsabschlüsse über bereits ausgegebene Finanzprodukte umfasst. Daraus ergibt sich somit, dass die Plattformbetreiber – sollten sie tatsächlich nach nicht-diskretionären Regeln vorgehen – kein multilaterales Handelssystem betreiben.

3. ZaDiG

Falls der Plattformbetreiber auch für die Geldflussabwicklung zwischen Investor und Projektgesellschaft zuständig ist, indem er **Geld der Investoren empfängt** und auf das **Konto des Projektbetreibers** überweist, so ist zu prüfen, ob der Betreiber dabei gewerbliche Zahlungsdienste erbringt und dafür eine Konzession nach dem ZaDiG, mit dem die entsprechenden europäischen Vorgaben¹¹²⁾ umgesetzt werden, benötigt.

Fraglich ist zunächst, ob Plattformbetreiber beim Erbringen allfälliger Zahlungsdienste gewerblich handeln. Wie schon im BWG ist dabei auf den Gewerblichkeitsbegriff des § 2 Abs 1 UStG abzustellen,¹¹³⁾ womit jede nachhal-

¹⁰⁹⁾ Richtlinie 2004/39/EG, Erwägungsgrund 5.

¹¹⁰⁾ Vgl *Brandl* in *Temmel*, *BörseG* (2011) § 48 a Rz 203 ff; zur europarechtlichen Entstehungsgeschichte *Assmann* in *Assmann/Schneider*, *WpHG*⁶ § 2 Rz 107.

¹¹¹⁾ Vgl *Klöhn/Hornuf*, *ZBB* 2012, 251.

¹¹²⁾ Richtlinie 2007/64/EG („Zahlungsdienste-RL“).

¹¹³⁾ Vgl ErläutRV 207 BlgNR 24. GP 8.

tige Tätigkeit zur Erzielung von Einnahmen, auch wenn die Absicht, Gewinne zu erzielen, fehlt, als gewerblich einzustufen ist. In der Regel dürfte sowohl das Kriterium der Nachhaltigkeit als auch jenes der Einnahmenerzielungsabsicht bei den Plattformbetreibern erfüllt sein. Zu bedenken ist aber, dass bei der Auslegung des Gewerblichkeitsbegriffs die **unterschiedliche Zielsetzung des UStG und des ZaDiG zu berücksichtigen** ist – während Ersteres eine möglichst umfassende Besteuerung im Auge hat, ist Letzterem ein umfassender Funktionsschutz das primäre Anliegen.¹¹⁴⁾ **Kostenlose Nebentätigkeiten**, die nach dem UStG allenfalls als gewerblich einzustufen sind, sind daher vom Gewerblichkeitsbegriff des ZaDiG **nicht erfasst**.¹¹⁵⁾ Dazu zählen jene Leistungen, die zur Hauptleistung akzessorisch sind, in ihrem Gesamtvolumen im Verhältnis zur gesamten Geschäftstätigkeit geringfügig sind und die Fälle bei denen die Hauptdienstleistung auch ohne den untergeordneten Zahlungsdienst bestehen kann.¹¹⁶⁾

Bei den meisten Crowdfunding-Plattformen werden wohl **allfällige Zahlungsdienste** nur als Nebenleistungen zur Hauptleistung – dem Zusammenbringen von Projekterstellern und Investoren – erbracht, und auch nur **in Verbindung mit einem konkreten Projekt**, nicht aber **eigenständig**. Außerdem werden diese Nebenleistungen zumeist nicht einen solchen Umfang erreichen, dass negative Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzmarkts zu erwarten sind. Somit gibt es gute Argumente dafür, dass allfällige Zahlungsdienste des Plattformbetreibers bereits auf Grund der mangelnden Gewerblichkeit nicht konzessionspflichtig sind.

Falls ein Plattformbetreiber aber doch gewerblich tätig ist, so könnte er verschiedene Zahlungsdienste des § 1 Abs 2 ZaDiG erfüllen: Zunächst könnte es sich bei seiner Tätigkeit um ein **Finanztransfersgeschäft** handeln (§ 1 Abs 2 Z 5 ZaDiG). Charakterisiert wird dieses als ein dreigliedriger Vorgang, der die Entgegennahme von Geld, den Transfer und die Auszahlung umfasst; zentral ist dabei das Fehlen eines Zahlungskontos. Entscheidend für diesen Dienst ist weiters, dass das **Geld nicht länger gehalten wird**, als für das **unmittelbare Weiterleiten notwendig**.¹¹⁷⁾ An dem letzten Element wird es aber bei den hier gegenständlichen Geschäften zumeist mangeln, hält doch der Plattformbetreiber das Geld zumindest so lange, bis eine Mindestinvestitionssumme erreicht wird oder die Zeichnungsfrist abgelaufen ist – womit kein konzessionspflichtiges Finanztransfersgeschäft vorliegt.

¹¹⁴⁾ Vgl *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger*, ZaDiG (2011) § 1 Rz 11.

¹¹⁵⁾ Vgl Erwägungsgrund 6 Zahlungsdienste-RL, dem auch der österreichische Gesetzgeber folgt, vgl ErläutRV 207 BlgNR 24. GP 8.

¹¹⁶⁾ Vgl *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger*, ZaDiG (2011) § 1 Rz 20.

¹¹⁷⁾ Vgl noch zur Vorgängerbestimmung mit im Wesentlichen identen Regelungsinhalt *Höllner/Neubauer/Traxler*, Das Finanztransfersgeschäft als Bankgeschäft, ÖBA 2004, 897 (900).

Relevant könnte schließlich noch das **Zahlungsgeschäft** (§ 1 Abs 2 Z 2 ZaDiG) sein, von dem insb das **Überweisungsgeschäft erfasst wird**. Dabei wird ein Zahlungsvorgang vom Zahler ausgelöst, bei dem der transaktionsgegenständliche Betrag vom Zahlungskonto des Zahlers auf ein Zahlungskonto des Empfängers transferiert wird, wobei davon sowohl Daueraufträge als auch Einzeltransaktionen erfasst sind.¹¹⁸⁾ Das Überweisungsgeschäft deckt sich im Kern mit dem Girogeschäft,¹¹⁹⁾ das die **Durchführung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in laufender Rechnung** für andere beinhaltet. Es umfasst sowohl Daueraufträge, bei denen ein Kunde einen Auftrag zu periodisch zu leistenden Zahlungen erteilt, als auch Einzelüberweisungen. Im vorliegenden Fall liegen letztere vor, schließlich wird der Geldbetrag des Investors nach einer bestimmten Zeit von dessen Konto auf das des Projektwerbers übertragen. Eine Einzelüberweisung ist aber nur dann als Zahlungsgeschäft einzustufen, wenn kein anderer Tatbestand erfüllt ist.¹²⁰⁾ Das ist hier der Fall: Die Qualifikation des Finanztransfersgeschäfts ist wegen der zumeist mangelnden unmittelbaren Überweisung nicht erfüllt, andere Tatbestände scheiden ebenfalls aus. Somit gibt es gute Argumente dafür, dass die Plattformbetreiber grundsätzlich für ihre Tätigkeit eine Konzession nach dem ZaDiG benötigen.

V. Crowdfunding de lege ferenda

A. EU-Ebene

Auf europäischer Ebene hat das Thema Crowdfunding jüngst einiges an Dynamik gewonnen: Die Europäische Kommission hat am 31. Dezember 2013 das Konsultationsverfahren dazu abgeschlossen, dessen Ergebnisse Eingang in die Mitteilung der Kommission zur „**Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union**“¹²¹⁾ gefunden haben. Die Kommission vertritt darin den Standpunkt, dass Crowdfunding großes Potential hat, traditionelle Finanzierungsquellen zu ergänzen, und zunehmend an Bedeutung gewinnt, weshalb sie Initiativen plant, um Unternehmen bei der Beschaffung von Finanzmitteln zu unterstützen. Auch wenn es noch an konkreten Umsetzungsschritten mangelt, wie Crowdfunding auf größerer Basis realisiert werden soll, so hat die Kommission doch bereits einige Eckpunkte herausgearbeitet, auf denen ihrer Ansicht nach der Fokus liegen soll:

Einerseits plant die Kommission, ein **Gütezeichen zu etablieren**, das Vertrauen bei Investoren in Crowdfunding-Plattformen schaffen soll und das Übereinstimmen mit bestimmten Standards (wie bspw der Reduktion von

¹¹⁸⁾ Vgl *Leixner*, ZaDiG² § 1 Rz 10.

¹¹⁹⁾ Vgl *Gapp/Lanschützer*, Zahlungsdienstegesetz I – Aufsichtsrecht: Konzessionsstatbestände, Eigenmittel, interne Organisation, ZFR 2009, 170 (172).

¹²⁰⁾ Vgl *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger*, ZaDiG (2011) § 1 Rz 42.

¹²¹⁾ Kom (2014), vom 27. 3. 2014, endg.

Betrugsrisiken) sichern soll. Andererseits hat die Kommission erkannt, dass hinsichtlich Crowdfunding Bedenken betreffend Rechtssicherheit und Regulierungsanforderungen bestehen, die eine grundlegende Überarbeitung der bestehenden Gesetzeslage notwendig machen. Um die sich daraus ergebenden Schwierigkeiten zu beseitigen, plant die Kommission allerdings nicht, einen allgemeinen Rechtsrahmen für Crowdfunding zu schaffen, sondern vielmehr, die einzelnen betroffenen Rechtsbereiche zu novellieren.

Besonderes Augenmerk richtet die Kommission auf die Änderungen der Geldwäscherichtlinie, über die derzeit beraten wird. Als problematisch erachtet es die Kommission, dass in den verschiedenen Mitgliedstaaten **unterschiedliche Transaktionsschwellenwerte** gelten, die ein Überprüfen der Transaktionsschwellen erforderlich machen. Dadurch müssen die Plattformbetreiber je nach Standort unter Umständen Zahlungsströme anhand unterschiedlicher Schwellenwerte prüfen, was die grenzüberschreitende Tätigkeit erschwert – weshalb die Kommission vorschlägt, einen einheitlichen Transaktionsschwellenwert für alle Mitgliedstaaten festzulegen.¹²²⁾

Weiterer Änderungsbedarf zeichnet sich außerdem **im Bereich des geistigen Eigentums** ab – wobei die Kommission hier als Hauptproblem das **fragmentierte Patentsystem** in Europa sieht. Eine größere Reform ist in diesem Bereich aber nicht zu erwarten, weil gerade die Verordnung zur Schaffung eines einheitlichen Patentschutzes¹²³⁾ umgesetzt wird, mit der auch ein einheitliches Patentgericht etabliert wird.

Ein Teilbereich der Crowdfunding-Projekte – zu dem auch die hier behandelten Unternehmensanleihen gehören – steht aber noch vor ganz anderen Hindernissen: Auf jene Crowdfunding-Projekte, die mit einer finanziellen Rendite verbunden sind, sind **auch die Richtlinien anwendbar, die Prospekte, Zahlungsdienste, Verbraucherkredite** und den **Fernabsatz** von Finanzdienstleistungen betreffen, die teilweise die Entwicklung von neuen Crowdfunding-Modellen behindern. Zwar haben die Nationalstaaten versucht, die daraus resultierenden Probleme zu lösen, die Kommission steht **derartigen Ansätzen aber kritisch gegenüber** und befürchtet, dass **unausgereifte Regulierungsmaßnahmen die Entwicklung des Crowdfunding beeinträchtigen können**. Überraschenderweise möchte die Kommission trotz dieser Erkenntnis aber die weiteren Entwicklungen abwarten, den Markt überwachen und auf Grundlage der unterschiedlichen Erfahrungen erst in Zukunft beurteilen, ob weitere Regulierungsmaßnahmen erforderlich sind. Damit **steht fest**, dass es wohl den **nationalen Gesetzgebern überlassen bleibt**, im Rahmen der vorliegenden EU-

¹²²⁾ Das deckt sich aber nicht mit den ursprünglichen Vorschlägen der Kommission – in diesen ist noch davon die Rede, dass die Schwelle von EUR 15.000,- auf EUR 7.500,- herabgesetzt wird (vgl. Kom 2013, vom 5. 2. 2013, Erwägungsgrund 6). Wobei es den Mitgliedstaaten überlassen bleibt, auch eine niedrigere Schwelle festzusetzen – was erst recht nicht zu einer europaweiten Vereinheitlichung führen wird.

¹²³⁾ Verordnung (EU) 1257/2012.

Regelungen das Betreiben von Crowdfunding zu vereinfachen – schließlich wird diese Finanzierungsform gerade erst etabliert, weshalb Rechtssicherheit rasch gefordert ist.

B. Nationale Ebene

Auch der österreichische Gesetzgeber ist sich jüngst des Umstandes bewusst geworden, dass das derzeitige Regelungskorsett für Crowdfunding-Plattformen eher hinderlich ist. In das **Regierungsprogramm** hat deswegen die – zumindest programmatische – **Erklärung** den Eingang gefunden, dass ein **attraktiverer Rechtsrahmen** für Crowdfunding- und Bürgerbeteiligungsmodelle **umgesetzt** werden soll.¹²⁴⁾ Bis jetzt ist es aber bei dieser Erklärung geblieben; eine Regierungsvorlage gibt es noch nicht.

Es gibt im derzeitigen aufsichtsrechtlichen Regime zwei Kernprobleme, die Crowdfunding auf breiter Basis entgegenstehen: Dabei handelt es sich um das **Einlagengeschäft** nach § 1 Abs 1 Z 1 BWG – das etwa vergleichsweise juristisch einfach strukturierte Projekte wie Darlehensmodelle verhindert – sowie die **Prospektpflicht** nach § 2 Abs 1 KMG – die vor allem Projekte geringen Volumens mit unverhältnismäßigen Kosten belastet. Um diese beiden zu beseitigen, gibt es unserer Meinung nach jeweils einen Ansatzpunkt, der rasch und ohne große legislative Eingriffe zu bewältigen ist, europarechtlich unproblematisch ist und vor allem den notwendigen Anlegerschutz nicht außer Augen lässt. Man könnte auch die beiden Punkte getrennt umsetzen, weil beide unterschiedliche regulatorische Hürden adressieren.

1. Einlagengeschäft

Die derzeitige Regelung im BWG hindert insb das Aufbringen von finanziellen Mitteln über Darlehensmodelle. Das ist als besonders schwerwiegend einzustufen, handelt es sich doch dabei auf Grund der Praktikabilität dieser Geschäfte um ein besonders einfach zu realisierendes Finanzierungsmodell. Zwar ist es grundsätzlich auch möglich – wie bereits oben geschildert –, über andere Modelle Crowdfunding zu betreiben, allerdings wird das Umsetzen derartiger Finanzierungsformen oftmals weit komplexer sein als der Abschluss eines Darlehens auf Grundlage standardisierter Verträge. Bei der Emission von Anleihen oder Genussscheinen ist außerdem regelmäßig eine Zahlstelle zu benennen, in der Praxis kann es aber äußerst schwierig sein, eine solche zu finden, die bei Emissionen geringer Volumina die Zahlstellenfunktion (zu vertretbaren Konditionen) übernimmt.

Es wäre daher sinnvoll, zunächst den Tatbestand des § 1 Abs 1 Z 1 BWG um eine Ausnahme zu erweitern, bei der ein Einlagengeschäft nicht vorliegt, wenn (i) die fremden Gelder nicht in der Absicht entgegengenommen werden, daraus Erlöse aus den Geschäften gem § 1 Abs 1 Z 2 bis 23 BWG zu erzielen

¹²⁴⁾ Vgl *Ennöckl/N. Raschauer*, Editorial, ZFR 2014, 1.

und (ii) der Gesamtbetrag der entgegengenommenen Gelder übersteigt eine vom Gesetzgeber festzulegende Summe nicht und (iii) der entgegengenommene Betrag pro Investor zu keinem Zeitpunkt eine vom Gesetzgeber festzulegende Summe übersteigt.

Durch diese Formulierung wird sichergestellt, dass das Geld für jeden Zweck entgegengenommen werden kann und damit der „Realwirtschaft“ zur Verfügung steht, aber auf Grund des Ausschlusses der Bankgeschäfte nicht der „Kreditwirtschaft“. Durch eine betragsmäßige Deckelung des Geldes, das die Investoren entnehmen können, wird erreicht, dass Verbraucher nur überschaubare Beträge entrichten, und gleichzeitig durch die Deckelung der Maximalsumme, dass die Stabilität des Finanzmarkts nicht gefährdet wird.

Diesem Vorschlag könnte man freilich entgegenhalten, dass dies Art 5 der Banken-RL¹²⁵⁾ widerspricht. Nach diesem sind nur Kreditinstitute dazu befugt, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder – unter Zugrundelegen eines weiten Verständnisses vom Einlagenbegriff – des Publikums entgegenzunehmen. In derselben Bestimmung wird aber ausdrücklich geregelt, dass Mitgliedstaaten **Ausnahmen von der Konzessionspflicht vorsehen** dürfen,¹²⁶⁾ falls diese Tätigkeiten Regelungen und Kontrollen unterworfen sind, die den Schutz von Einlegern und Anlegern bezwecken. Diese Kontrolle könnte etwa von qualifizierten Berufsgruppen, wie etwa Wirtschaftsprüfern, vorgenommen werden. Zu denken ist hier etwa an ein Modell ähnlich der in § 14 KMG vorgesehenen Prüfung des jährlichen Rechenschaftsberichts des Emittenten von Immobilienveranlagen durch den Abschlussprüfer.¹²⁷⁾ Zur Dokumentation der Prüfung sollte bei diesem Modell ein Vermerk des Prüfers vorgesehen werden, mit dem dieser bestätigt, dass die Entgegennahme fremder Gelder im letzten Jahr ausschließlich innerhalb der neuen Ausnahmeregelung erfolgt ist.

2. Prospektpflicht nach dem KMG

Für jene Modelle, die nicht in den Anwendungsbereich des BWG fallen, spielt die Prospektpflicht nach dem KMG eine ganz wesentliche Rolle. Der beste Ansatzpunkt wäre hier, die Ausnahmebestimmungen einer neuerlichen kritischen Würdigung zu unterziehen. Zwar hat der Gesetzgeber die Untergrenze in § 3 Abs 1 Z 10 KMG erst kürzlich angehoben, allerdings hat er damit den europarechtlichen Rahmen nicht einmal annähernd ausgeschöpft – schließlich können die Mitgliedstaaten Wertpapierangebote mit einem Emissionsvolumen zwischen EUR 100.000,- und weniger als 5 Mio EUR von der Prospekt-RL ausnehmen.¹²⁸⁾

¹²⁵⁾ Richtlinie 2006/48/EG („Banken-RL“).

¹²⁶⁾ Vgl VwGH 29. 11. 2013, 2013/17/0242.

¹²⁷⁾ Wobei selbstverständlich auch jene Empfänger fremder Gelder, die keinen Jahresabschluss zu erstellen haben, in die Pflicht genommen werden sollten.

¹²⁸⁾ Vgl Gruber, Crowdfunding und das KMG, ZFR 2013, 102.

Um freilich den Anlegerschutz nicht aus den Augen zu verlieren, wäre es sinnvoll, den Betrag in § 3 Abs 1 Z 10 KMG weiter zu erhöhen, aber weit unter der Grenze von 5 Mio EUR zu bleiben. Auch wäre es sinnvoll, eine weitere Ausnahmebestimmung einzuführen, die jene Angebote erfasst, die zwischen der Obergrenze des § 3 Abs 1 Z 10 KMG und 5 Mio EUR liegen. Für diese könnte ein weiteres Schema eingeführt werden, das lediglich die grundlegenden Informationen über das Angebot enthält – in dem etwa nur die Angebotsbedingungen, Kündigungsfristen und Termine, die entstehenden Kosten für den Anleger, Möglichkeiten und Kosten der späteren Veräußerung und die Abwicklung und Stellung der Anleger im Insolvenzfall der Emittenten sowie steuerliche Grundlagen enthalten sind.

Als Kompromiss, bei dem die Prospektpflicht völlig entfallen könnte, gleichzeitig aber sowohl die Interessen der kapitalsuchenden Unternehmen als auch die Interessen des Konsumentenschutzes berücksichtigt werden, könnte folgende Regelung dienen: Pro Projekt sollte jeder Anleger nur eine bestimmte, geringe Summe (etwa EUR 1.000,- bis 2.000,-) veranlagen dürfen. Damit wird vermieden, dass es Unternehmern mit besonderem charismatischen Talent und/oder besonders motivierter Vertriebsmannschaft gelingt, Anleger dazu zu überreden, ihr **gesamtes** Ersparnis in ein **einziges** Projekt zu investieren.¹²⁹⁾ Volkswirtschaftlich wäre eine solche Vorgangsweise ebenfalls sinnvoll, bewirkte sie doch die Streuung des freien Vermögens der Bevölkerung auf mehrere Projekte, was wiederum der Innovation dient und Arbeitsplätze schafft. Die Unternehmen selbst wären gezwungen, sich selbst und ihre Projekte bekannter zu machen, um so eine kritische Anzahl von Investoren zu erreichen. Schließlich könnte diese Lösung auch die Existenz von Crowdfunding-Plattformen rechtfertigen.

VI. Conclusio

Crowdfunding bietet derzeit für die Rechtsunterworfenen ein großes Potential, wenn ein Jungunternehmen zu finanzieren ist oder man als Investor bestimmte Projekte gezielt unterstützen möchte. Allerdings gibt es dabei neben zivil- und gesellschaftsrechtlichen Gefahren auch jene, gegen aufsichtsrechtliche Bestimmungen zu verstoßen, was einerseits an unklaren Gesetzesbestimmungen, andererseits an einer nicht eindeutigen Judikatur bzw Auslegungspraxis der Behörden liegt. Jedenfalls steht eindeutig fest, dass sich die einzelnen Marktteilnehmer genau überlegen sollten, wie sie ihren Wunsch vom Crowdfunding realisieren – sonst drohen nicht nur Geld-, sondern auch bis zu zweijährige Freiheitsstrafen. Dabei sollten potentielle Emittenten besonders

¹²⁹⁾ Man denke hierbei an die „Massenveranlagungen“ der späten 2000er-Jahre, die zum Verlust des gesamten Ersparnis von Bevölkerungsgruppen ganzer Landstriche geführt haben (so war etwa das Ennstal vom Zusammenbruch des AvW-Konzerns Ende 2008 auf Grund des dort sehr erfolgreichen Vertriebs besonders stark betroffen).

berücksichtigen, dass das Einlagengeschäft auf Grund des nunmehr weiten Anwendungsbereichs mehr Geschäftsmodelle umfasst, als man auf Grund der knappen Bestimmung erwarten würde; doch auch andere Bestimmungen haben so ihre Tücken. Ein positives Zeichen ist es wenigstens, dass sich der Gesetzgeber – spät aber doch – auch des Crowdfundings anzunehmen scheint und nunmehr aktiv einen Rechtsrahmen dafür entwickeln möchte – somit bleibt wenigstens zu hoffen, dass die aktuellen Probleme in wenigen Jahren nur noch rechtshistorisch sind.