

Recht der Finanzinstrumente

1. 2022

Betriebs-Berater Kapitalmarkt

12. Jg. | 14.2.2022 | Seiten 1-80 | www.rdf-online.de

EDITORIAL

Dr. Christian Schmies: (Keine) Auswirkungen des BGH-Urteils zu AGB-Änderungen auf Finanzinstrumente? 1

AUFSÄTZE

AUFSICHTSRECHT

Philippe Woesch: Neue Vorgaben der ECSP-VO für Crowdfunding, Fintechs und Finanzinstrumente 4

Dr. Harald Glander und Daniel Lühmann: Finaler ESA-Bericht zur Berichterstattung nach der EU-Taxonomie: Auswirkungen auf die Produktkategorisierung nach der SFDR und den Vertrieb von Finanzinstrumenten 10

Anh-Vu Tran und Dr. Anna Izzo-Wagner: Analyse und Bewertung des Entwurfs einer BaFin-Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen (BaFin-Konsultation 13/2021) 16

Dr. Markus Kaulartz, Dr. Daniel Voigt und Constanze Winkler: Fondsanteil der Zukunft? Kryptofondsanteile nach dem Entwurf der KryptoFAV 24

Lennart Dahmen: Vorfinanzierung von Kapitalabrufen beim Immobilienfonds-Anleger: Subscription Line Financing im deutschen Investmentrecht 32

STEUERRECHT

Dr. Felix Haug: Verlustabzug bei Termingeschäften: Verfassungsgemäße Auslegung des § 20 Abs. 6 S. 5 EStG und Reformbedarf 40

Anne-Kathrin Watzlaw und Johannes Lofing: Herausforderungen der depotführenden Stellen bei Umsetzung des Abzugsteuerentlastungsmodernisierungsgesetzes 48

LÄNDERREPORT

Dr. François M. Bianchi und Yannick Wettstein: RdF-Länderreport Schweiz: Aktuelle Entwicklungen im Aufsichts-, Zivil-, Steuer und Bilanzrecht für den Kapitalmarkt 56

Neue Vorgaben der ECSP-VO für Crowdfunding, Fintechs und Finanzinstrumente

Für bestimmte Formen des Crowdfunding gelten seit dem 10.11.2021 die neuen Vorgaben der Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister (European-Crowdfunding-Service-Provider-[ECSP-]VO) sowie nationale Gesetzesänderungen (implementiert durch das Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz). Der Anwendungsbereich der Verordnung umfasst kredit- und anlagebasierte Formen des Crowdfunding (lending-based crowdfunding und investment-based crowdfunding). Neben der klassischen Kreditvermittlung, jedenfalls soweit es sich um unbedingt rückzahlbare Gelder handelt, werden damit auch die Platzierung von übertragbaren Wertpapieren und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente erfasst. Der neue einheitliche Rechtsrahmen für Schwarmfinanzierungsdienstleistungen soll Rechtssicherheit und Anreize in Europa schaffen. Der nachfolgende Beitrag beleuchtet die verschiedenen Modelle des Crowdfunding, die neuen Vorgaben der ECSP-VO sowie den Inhalt und die einzelnen Voraussetzungen von kreditbasierten und anlagebasierten Schwarmfinanzierungsdienstleistungen.

Philippe Woesch, LL.M., RA

I. Einleitung und gesetzliche Grundlagen

Seit dem 10.11.2021 findet die Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister¹ innerhalb der Europäischen Union unmittelbare Anwendung, wobei sie während eines Übergangszeitraums bis zum 10.11.2022 parallel zu den nationalen Vorschriften gilt (48 Abs. 1, Art. 51 ECSP-VO). Neben dem umfassenden Anlegerschutz soll die Verordnung insbesondere die grenzüberschreitende Erbringung von Schwarmfinanzierungen im europäischen Raum ermöglichen.² Die Verordnung schafft damit einen einheitlichen europäischen Ordnungsrahmen auf dem Gebiet des Crowdfunding. Dieser ist auch dringend nötig, denn bislang besteht in der Europäischen Union im Hinblick auf die Regulierung des Crowdfunding ein „Flickenteppich aus unterschiedlichen Gesetzen“³, was besonders bei einem Blick auf die deutsche Rechtslage deutlich wird: So existiert sowohl beim Crowdlending als auch beim Crowdinvesting⁴ eine Vielzahl potenzieller Erlaubnispflichten, welche insbesondere § 32 Abs. 1 S. 1 KWG, u. U. § 8 Abs. 1 S. 1 ZAG, die Vorschriften der GewO, das KAGB sowie weitere Pflichten, beispielsweise nach der EU-Prospekt-VO⁵ betreffen. Hinsichtlich des Crowdlending können hier v. a. das Kreditgeschäft (§ 1 Abs. 1 Nr. 2 KWG) auf Seiten des Anlegers und das Einlagengeschäft (§ 1 Abs. 1 Nr. 1 KWG) auf Seiten des kapitalsuchenden Unternehmens eine Rolle spielen. Im Rahmen des Crowdinvesting kommen neben den Regelungen des KWG (relevant können auch hier u. a. das Einlagengeschäft, die Anlagevermittlung, die Abschlussvermittlung oder das Platzierungsgeschäft sein) auch die Regelungen des ZAG (u. U. als Finanztransfergeschäft gem. § 1 S. 2 Nr. 6 ZAG) oder des KAGB (wenn es sich um ein Investmentvermögen handelt) in Betracht.

Im Übrigen unterliegen Schwarmfinanzierungsdienstleister, welche Wertpapiere vermitteln, dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) auf Grundlage der EU-Finanzmarkttrichtlinie⁶. Unterfallen die Finanzdienstleistungsunternehmen als Schwarmfinanzierungsdienstleister dem Anwendungsbereich der ECSP-VO, sind sie verpflichtet, eine entsprechende Lizenz gem. Art. 12 ECSP-VO zu beantragen. Allerdings stellt die ECSP-VO klar, dass im Rahmen einer von einem Schwarmfinanzierungsdienstleister vermittelten Finanzierung für die Kreditnehmer (im Zusammenhang mit der Annahme der Gelder) und für die Anleger (bezüglich der Gewährung von Krediten) keine anderweitigen nationalen Erlaubnispflichten bestehen.⁷

1 Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937, ABIEU vom 20.10.2020, L 347, 1.

2 So geht es insbesondere aus den Erwägungsgründen 5, 7, 8, 16, 18 sowie 27, 28 und 30 der Verordnung hervor.

3 Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Bessere Ergebnisse durch bessere Rechtsetzung – Eine Agenda der EU, 19.5.2015, COM (2015) 215 final, S. 2.

4 Zu den verschiedenen Modellen des Crowdfunding s. Abschn. II.

5 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABIEU vom 30.6.2017, L 168, 12.

6 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II), ABIEU vom 12.6.2014, L 173, 349.

7 Dies geht aus ErwG 9 ECSP-VO und Art. 1 Abs. 3 ECSP-VO hervor.

Die ECSP-VO bringt für die Crowdfunding-Plattformen einige Vorteile: Mit einer Lizenz i. S. d. Art. 12 ECSP-VO ist es Schwarmfinanzierungsdienstleistern in Zukunft möglich, sowohl unbedingt rückzahlbare Darlehen (ohne Nachrangklauseln) als auch übertragbare Wertpapiere über eine öffentliche Crowdfunding-Plattform im gesamten europäischen Raum zu vermitteln. Zu beachten ist bei aller Euphorie jedoch auch der hohe Anpassungsaufwand (insbesondere in Bezug auf zahlreiche Informationspflichten sowie die Vorgaben für das sog. Anlagebasisinformationsblatt), welchen die Vorgaben der ECSP-VO für die Unternehmen mit sich bringen. Bei Nichtbeachtung der europäischen sowie nationalen gesetzlichen Vorgaben droht das durch den deutschen Gesetzgeber etablierte – zu Recht erheblich kritisierte – weitreichende Haftungsregime, weswegen die Frage, welche Unternehmen dem Anwendungsbereich der Verordnung unterfallen, praktisch hochrelevant ist.⁸ Nach den neuen nationalen Vorschriften des § 32c WpHG bzw. § 32d WpHG besteht für das kreditsuchende Unternehmen, für den Schwarmfinanzierungsdienstleister und jeweils für die verantwortlichen Mitglieder der Leitungsorgane u. a. bei irreführenden, unrichtigen oder fehlenden wichtigen Informationen im Anlagebasisinformationsblatt das Risiko einer Haftung gegenüber Anlegern auf Schadensersatz und zwar bereits beim Vorliegen von (leichter) Fahrlässigkeit.

II. Verschiedene Modelle des Crowdfunding

Crowdfunding ist eine Finanzierungsform, durch welche finanzielle Mittel für Unternehmen und Private von einer Vielzahl von (Klein-)Anlegern (crowd) über eine spezialisierte Internetplattform beschafft werden.⁹ Das Crowdfunding stellt eine attraktive Alternative zur traditionellen Finanzierung durch Banken dar, welche auch insbesondere von Start-Up-Unternehmen zur Kapitalbeschaffung genutzt werden. Die Crowdfunding-Plattformen sind in der Praxis unterschiedlich ausgestaltet. Neben dem spendenbasierten und reward-based (symbolische Gegenleistung) Crowdfunding wird grundsätzlich zwischen dem sog. Crowdlending (lending based crowdfunding) und dem Crowdinvesting (equity based crowdfunding) unterschieden.¹⁰

Im Rahmen des Crowdlending investieren die Anleger ihre Gelder in der Absicht, dass ihnen der Betrag mit oder ohne Zinsen in einer bestimmten Zeit zurückgezahlt wird (kreditbasierte Fremdfinanzierung).¹¹ Das Crowdlending kann u. U. auch auf der Basis der Emission von Wertpapieren i. S. v. § 2 Nr. 1 WpPG (z. B. Schuldverschreibungen) ausgestaltet sein (mit der Konsequenz einer Prospektspflicht gem. Art. 3 Prospekt-VO oder Veröffentlichung eines Wertpapier-Informationsblatts), wobei auch Kreditforderungen in Wertpapiere verbrieft werden können (z. B. durch Aktiva gedeckte Wertpapiere eines SPV als asset-backed-securities).

Beim Crowdinvesting werden, wie beim Crowdlending, Anlagemöglichkeiten über eine internetbasierte Plattform vertrieben. Diese Anlagen stellen jedoch, anders als beim Crowdlending, kein Fremdkapital des kapitalsuchenden Unternehmens dar, sondern Eigenkapital oder zumindest mezzanines (hybrides) Kapital.¹² Typische Formen sind u. a. Aktien, Genussrechte oder stille Gesellschaften, also Vermögensanlagen oder ggf. Wertpapiere.

Ein Charakteristikum aller Crowdfunding-Modelle ist grundsätzlich die Dreiecksbeziehung zwischen Anlegern, kapitalsuchenden Unternehmen (laut ECSP-VO sog. Projektträger) oder Verbrauchern und Plattformbetreibern (meist Fintechs). I. d. R. schließt der Plattformbetreiber mit den Projektträgern und den Anlegern jeweils Nutzungs- bzw. Vermittlungsverträge ab. Anleger und Projektträger schließen zudem Verträge zwecks Finanzierung. Diese Verträge kommen entweder direkt zwischen Projektträger und Anleger(n) zustande, oder es wird auf einen Intermediär, so z. B. eine Fronting-Bank, zurückgegriffen. Sowohl beim Crowdlending als auch beim Crowdinvesting ist es zudem üblich, noch weitere Zweckgesellschaften dazwischenzuschalten.

III. Zur Differenzierung von echtem und unechtem Crowdlending

Infolge des Aufsichtsregimes der BaFin, der Erlaubnispflicht des § 32 KWG und den gesetzlichen Vorgaben für Bankgeschäfte, scheidet die direkte Kreditvergabe für Fintech-Unternehmen in Deutschland grundsätzlich aus.¹³ Aufgrund dessen hat sich das sog. Banking-as-a-Service seit vielen Jahren im Markt etabliert.

8 Das Haftungsregime wurde im Zuge des Schwarmfinanzierung-Begleitgesetzes (Gesetz zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern [Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz] und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften vom 3. Juni 2021, BGBl. I 2021, 1568) durch den deutschen Gesetzgeber eingeführt.

9 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Crowdfunding und der graue Kapitalmarkt, geänd. 20.12.2021, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/GrauerKapitalmarkt/Crowdfunding/crowdfunding_node.html (Abruf: 22.12.2021).

10 In diesem Sinne definiert die BaFin die verschiedenen Modelle des Crowdfunding: BaFin, Crowdfunding und der graue Kapitalmarkt, geänd. 20.12.2021, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/GrauerKapitalmarkt/Crowdfunding/crowdfunding_node.html (Abruf: 22.12.2021).

11 Im Markt weit verbreitet sind v. a. das sog. „echte“ und „unechte“ Crowdlending, s. Abschn. III.

12 Vgl. Schäfer/Eckhold, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2020, § 16a, Rn. 19.

13 Die Erlaubnispflicht gem. § 32 Abs. 1 KWG stellt aus ökonomischen und zeitlichen Gründen eine erhebliche Markteintrittsbarriere für Unternehmen der Finanzdienstleistungsbranche dar. Der Erteilung der Erlaubnis durch die BaFin geht nicht nur ein langwieriges Verfahren voraus. Auch finanzielle Aspekte, u. a. im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen an eine Bank, können hier eine wichtige Rolle spielen.

Die Kooperation mit lizenzierten Banken ermöglicht es den Fintechs, trotz der strengen aufsichtsrechtlichen Vorgaben Bankgeschäfte anzubieten.

Im Hinblick auf die regulatorischen Anforderungen können im Bereich des Crowdlending in Deutschland grundsätzlich zwei Geschäftsmodelle unterschieden werden: Zum einen kommt die Vermittlung qualifiziert nachrangiger Darlehen in Betracht.¹⁴ Da solche Darlehen an Unternehmen weder unter den Tatbestand des Kreditgeschäfts (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KWG) noch unter den Tatbestand des Einlagengeschäfts (§ 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG) fallen, ist deren Vermittlung regelmäßig erlaubnisfrei möglich (mit Ausnahme von Erlaubnissen der GewO). Im Rahmen dieses, als *echtes Crowdlending* bezeichneten, Geschäftsmodells schließen der Kreditnehmer und der Anleger grundsätzlich direkt einen qualifiziert nachrangigen Darlehensvertrag.

Im Gegensatz dazu existiert das v. a. in Deutschland praktizierte und etablierte sog. Fronting-Bank-Modell, bei welchem das Fintech mit einer volllizenzierten Partnerbank kooperiert, welche die durch die Crowdfunding-Plattform vermittelten Kreditverträge mit den Projektträgern abschließt und die Darlehen ausreicht. Im Anschluss werden die Darlehensforderungen regelmäßig von der Fronting-Bank erst an eine Zweckgesellschaft (special purpose vehicle – SPV) zwecks Refinanzierung der Bank verkauft, abgetreten und im Wege der Vertragsübernahme vollständig an das SPV übertragen. Die Anleger hingegen erwerben vom SPV nur (Teil-)Forderungen des Darlehensvertrags (§ 488 Abs. 1 S. 2 BGB) im Hinblick auf Tilgungsleistungen und Zinszahlungen gegen den Darlehensnehmer. Vertragsinhaber bleibt i. d. R. das SPV, welches für die Anleger das Servicing übernimmt. Durch die Einschaltung der Fronting-Bank „zwischen“ Projektträger und Anleger und die fehlende direkte Verbindung zwischen diesen beiden Parteien bezeichnet man dieses Geschäftsmodell als sog. *unechtes Crowdlending*. Der käufliche Erwerb einer Darlehensforderung und die offene/stille Abtretung dieser Forderung ist i. S. d. deutschen Aufsichtsrechts kein Kreditgeschäft und demnach grundsätzlich nicht lizenzpflichtig (Forderungsverkauf im Wege des *true sale*),¹⁵ d. h. weder für das SPV noch den Anleger. Unberücksichtigt bleiben hier sonstige unter Umständen und je nach Struktur des konkreten Geschäftsmodells zu beachtende Vorgaben nach dem KWG (u. a. das Factoring) oder dem ZAG (u. a. Finanztransfergeschäft). Bei beiden Geschäftsmodellen des Crowdlending ist für das Fintech aufgrund der Kreditvermittlung eine Gewerbeerlaubnis gemäß § 34c bzw. § 34i GewO sowie bei Finanzanlagen nach § 34f GewO erforderlich. Die Vermittlung erfolgt über eine Internet-Plattform, wobei das Angebot öffentlich oder nicht öffentlich ausgestaltet sein kann. Bei öffentlichen Angeboten sind u. U. zudem insbesondere die Vorgaben des Vermögensanlagegesetzes zu beachten, wobei – wie-

derum abhängig von der Strukturierung – z. B. die Ausnahmen nach § 2 VermAnlG oder die Erleichterungen gem. § 2a VermAnlG (Befreiungen für Schwarmfinanzierungen) eingreifen. Das Fronting-Bank-Modell (und damit die Variante des *unechten Crowdlending*) stellt ein v. a. in Deutschland, aufgrund der besagten aufsichtsrechtlichen Besonderheiten, praktiziertes Geschäftsmodell dar. Andere europäische Mitgliedstaaten, so z. B. Frankreich und die Niederlande, verfügen über ein eigenständiges Regelungsregime in Bezug auf das Crowdlending.¹⁶

IV. Vorgaben der ECSP-VO

Die ECSP-VO verändert den deutschen und europäischen Crowdfunding-Markt erheblich. Die unionsweite Vereinheitlichung für Schwarmfinanzierungsdienstleister lässt die aufsichtsrechtliche Notwendigkeit der Kooperation mit einem Kreditinstitut entfallen, insbesondere im Hinblick auf Darlehen ohne qualifizierten Nachrang. Grundsätzlich unterscheidet die ECSP-VO zwischen kreditbasierten und anlagebasierten Schwarmfinanzierungsdienstleistungen, welche im Folgenden beleuchtet werden. In Zukunft wird die kreditbasierte Schwarmfinanzierung in Konkurrenz zu klassischen Bankdarlehen stehen – „Banking without Banks“ kann auch für Fintechs über eine Lizenz nach der ECSP-VO insoweit interessant werden.

1. Anwendungsbereich der ECSP-VO

Der Anwendungsbereich der ECSP-VO ergibt sich aus den Art. 1, 2 ECSP-VO. Gem. Art. 2 Abs. 1 Buchst. e ECSP-VO ist ein Schwarmfinanzierungsdienstleister „eine juristische Person, die Schwarmfinanzierungsdienstleistungen erbringt“. Vom Anwendungsbereich ausgenommen sind gem. Art. 1 Abs. 2 ECSP-VO Schwarmfinanzierungsdienstleistungen für Projektträger, die als Verbraucher (vgl. § 13 BGB) anzusehen sind, für andere Dienstleistungen, die mit den Dienstleistungen i. S. d. Art. 2 Abs. 1 Buchst. a ECSP-VO verbunden sind und nach nationalem Recht erbracht werden, sowie für Schwarmfinanzierungsangebote mit einem Gegenwert von mehr als 5 000 000 Euro pro Projektträger, wobei dieser Gegenwert über einem Zeitraum von zwölf Monaten aus einer bestimmten Summe¹⁷ zu berechnen ist. Das Erbringen einer Schwarmfinanzierungsdienstleistung i. S. d. ECSP-VO erfordert im Einzelnen das Vorliegen eines (i) Projektträgers sowie eines (ii) Anlegers, deren Geschäftsfinan-

¹⁴ Teilweise wird die Finanzierung über nachrangige Darlehen unter das Crowdfunding gefasst, die hier dem Crowdlending zugeordnet ist.

¹⁵ So geht es aus dem Merkblatt der BaFin hervor: BaFin, Merkblatt Kreditgeschäft, 8.1.2009, geänd. am 2.5.2016, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaef.html;jsessionid=AEC64D0488E50CB6B788407269614BD9.2_cid500?nn=9450978#doc7866820bodyText17 (Abruf: 22.12.2021).

¹⁶ Vgl. hierzu *Quarch*, ZDiW 2021, 59, 60.

¹⁷ Die Berechnung geht aus Art. 1 Abs. 2 Buchst. c ECSP-VO hervor.

zierungsinteressen durch die (iii) Vermittlung eines Kredits (sog. kreditbasierte Schwarmfinanzdienstleistung) oder die Platzierung von übertragbaren Wertpapieren und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten (sog. anlagebasierte Schwarmfinanzdienstleistung) auf einer (iv) öffentlich zugänglichen Schwarmfinanzierungsplattform zusammengeführt werden.

2. Projektträger

Projektträger i. S. d. Art. 2 Abs. 2 Buchst. h ECSP-VO ist „jede natürliche oder juristische Person, die eine Finanzierung über eine Schwarmfinanzierungsplattform anstrebt“. Gem. Art. 1 Abs. 2 Buchst. a ECSP-VO sind bei diesem Kriterium nur Verbraucher ausgenommen. In Bezug auf anlagebasierte Schwarmfinanzierungen stellt die Verordnung ausdrücklich klar, dass die übertragbaren Wertpapiere oder für die Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumente nicht nur von den Projektträgern, sondern auch von Zweckgesellschaften ausgegeben werden können.

3. Anleger

Gem. Art. 2 Abs. 1 Buchst. i ECSP-VO ist ein Anleger „jede natürliche oder juristische Person, die über eine Schwarmfinanzierungsplattform Kredite gewährt oder übertragbare Wertpapiere oder für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente erwirbt“. Die Verordnung differenziert hier zwischen sog. kundigen und nicht-kundigen Anlegern (Anh. II ECSP-VO). Der Anleger (Investor) muss bei kreditbasierten Schwarmfinanzierungsdienstleistungen Kredite gewähren oder übertragbare Wertpapiere bzw. für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente erwerben. Bei entsprechend enger Auslegung des Wortlauts der Verordnung fällt im Hinblick auf die Struktur von Fronting-Bank-Modellen i. V. m. der kreditbasierten Schwarmfinanzierungsdienstleistung auf, dass die Anleger hier gerade keinen Kredit „gewähren“, sodass der Anlegerbegriff vom Wortlaut her nicht zu Fronting-Bank-Modellen passt, mit der Konsequenz, dass der Kreditvermittler hiernach grundsätzlich keine Lizenz nach der ECSP-VO benötigt, sondern vielmehr nur eine Gewerbeerlaubnis gemäß GewO. Die konkrete Kreditentscheidung trifft die lizenzierte Fronting-Bank. Die Anleger kaufen im Anschluss an diese Kreditvergabe lediglich die Darlehensforderungen an (§§ 453, 398 BGB). Die Investoren sind damit keine (ursprünglichen) Kreditgeber gem. § 488 BGB.

4. Vermittlung von Krediten oder Platzierung übertragbarer Wertpapiere oder zugelassener Instrumente

Sodann müssen im Rahmen der Schwarmfinanzierung i. S. d. Art. 2 Abs. 1 ECSP-VO entweder Kredite vermittelt oder übertragbare Wertpapiere bzw. für Schwarmfinanzierungszwecke zu-

gelassene Instrumente, die von Projektträgern oder einer Zweckgesellschaft ausgegeben wurden, platziert werden.

a) Vermittlung von Krediten i. S. d. Art. 2 Abs. 1 Buchst. a Alt. i) ECSP-VO

Bei Schwarmfinanzierungsdienstleistungen kann es sich zunächst um klassische Kreditvermittlung handeln. Grundsatz der ECSP-VO ist dabei, wie erwähnt, die direkte Kreditvergabe der Anleger an den Projektträger (wie beim echten Crowdfunding). Kredite mit „unbedingter Verpflichtung zur Rückzahlung“ sollen, in Abgrenzung zu Nachrangdarlehensmodellen¹⁸, von dieser Alternative erfasst werden. Im Rahmen eines Fronting-Bank-Modells sind Vertragsparteien des Darlehensvertrags jedoch zunächst nur der Projektträger und die (Fronting-)Bank, welche den Kredit originär gewährt. Die Frage, ob infolge der Kreditvergabe durch die Fronting-Bank und die anschließende Abtretung der Forderungen aus diesem Darlehensvertrag ein Kredit i. S. d. ECSP-VO vorliegt, wird bislang uneinheitlich beantwortet.¹⁹ Art. 2 Abs. 1 Buchst. b ECSP-VO definiert „Kredit“ als

„eine Vereinbarung, in deren Rahmen ein Anleger einem Projektträger für einen vereinbarten Zeitraum einen vereinbarten Geldbetrag zur Verfügung stellt und der Projektträger die unbedingte Verpflichtung übernimmt, diesen Betrag zuzüglich der aufgelaufenen Zinsen gemäß dem Ratenzahlungsplan an den Anleger zurückzuzahlen“.

Eine „Vereinbarung“ i. S. d. Art. 2 Abs. 1 Buchst. b ECSP-VO wird regelmäßig der originäre Darlehensvertrag i. S. d. § 488 BGB zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber sein. Der Wortlaut setzt eine direkte Verbindung zwischen Projektträger und Anleger voraus. Sowohl Projektträger als auch Anleger müssen damit Vertragsparteien des Darlehensvertrags sein, was im Rahmen eines Fronting-Bank-Modells prinzipiell nicht der Fall ist. Der Vertrag (also die Vereinbarung) selbst verbleibt i. d. R. beim SPV. Neben dieser klar am Wortlaut der Verordnung orientierten Auslegung sprechen auch in systematischer und teleologischer Hinsicht verschiedene Erwägungen gegen eine Anwendung der ECSP-VO auf klassische Fronting-Bank-Modelle. Für Kreditvermittler dürfte hiernach nur eine Gewerbeerlaubnis erforderlich sein und keine Lizenz nach der ECSP-VO.

Auf Grundlage einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise wird teilweise auf das Erfordernis einer direkten Verbindung zwischen Anleger und Projektträger verzichtet.²⁰ Die Anlage der

¹⁸ Aufgrund der fehlenden unbedingten Rückzahlbarkeit fallen Nachrangdarlehen nicht unter den Anwendungsbereich der ECSP-VO.

¹⁹ Für eine Anwendbarkeit der ECSP-VO letztlich *Rusch*, ZBB 2020, 217, 221, welcher die Möglichkeit der engeren Auslegung jedoch erkennt; ebenso eine Anwendbarkeit befürwortend, allerdings ohne jegliche Argumentation, *Freitag/Wolf*, WM 2021, 657, 658, und WM 2021, 1009, 1012f.; *Renner/Faller/Walter*, BK 2021, 394, 398. Unentschieden *Kuthe/Dresler-Lenz*, CB 2020, 471, 474 („nicht auszuschließen“).

²⁰ *Kuthe/Dresler-Lenz*, CB 2020, 471, 474.

Investoren und die Darlehensvergabe durch die Fronting-Bank stünden wirtschaftlich in einem Zusammenhang, weswegen auch derartige Geschäfte unter eine solche „Vereinbarung“ fallen könnten, die lediglich einen Forderungskauf darstellen.²¹ Diese wirtschaftliche Betrachtung vermag jedoch – im Hinblick auf die strenge Regulierung der Fronting-Bank – nicht zu überzeugen. Hieran ändert auch der durch den Europäischen Gerichtshof entwickelte Grundsatz des „effet utile“ nichts, welcher seine Grenzen im Wortlaut der Norm finden dürfte. Bei einer zusätzlichen (teilweisen) Vertragsübernahme durch die Anleger wäre es jedoch durchaus vertretbar, von einer „Vereinbarung“ i. S. d. ECSP-VO zwischen Anleger und Projektträger auszugehen.

b) Platzierung übertragbarer Wertpapiere

Sodann gilt die Platzierung – ohne feste Übernahmeverpflichtung i. S. d. Anh. I Abschn. A Nr. 7 MiFID II – von übertragbaren Wertpapieren und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten, die von Projektträgern oder einer Zweckgesellschaft ausgegeben wurden sowie die Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen i. S. v. Nr. 1 jenes Abschnitts in Bezug auf diese übertragbaren Wertpapiere und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumente als Schwarmfinanzierungsdienstleistung i. S. d. Art. 2 Abs. 1 Buchst. a Alt. ii) ECSP-VO. Für die Definition eines übertragbaren Wertpapiers gelten grundsätzlich die europarechtlichen Vorgaben der MiFID II entsprechend: Art. 2 Abs. 1 Buchst. m ECSP-VO verweist in diesem Zusammenhang ausdrücklich auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II, nach welchem übertragbare Wertpapiere die Kategorien von Wertpapieren sind, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können (mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten) wie a) Aktien und andere, Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere sowie Aktienzertifikate; b) Schuldverschreibungen oder andere verbrieft Schuldtitel, einschließlich Zertifikaten (Hinterlegungsscheinen) für solche Wertpapiere; c) alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird.

Die Regelungen der MiFID II für Finanzinstrumente sind auch auf elektronische Wertpapiere anwendbar,²² weswegen auch diese vom Anwendungsbereich der ECSP-VO umfasst sein dürften. Elektronische (Zentralregister-)Wertpapiere sind Wertpapiere, die nicht durch eine Urkunde verbrieft sind, sondern nur in digitaler Form existieren (§ 4 Abs. 2 eWpG). Auch das sog. Kryptowertpapier stellt eine Unterart dieser elektronischen Wertpapiere dar (§ 4 Abs. 3 eWpG). Durch die Eintragung in ein reguliertes

Register und den neuen Begebungsprozess dürften sich diese Kryptowertpapiere von der klassischen Tokenisierung als Security Token (tokenisierte Vermögensanlagen) weiterhin unterscheiden.

Ungeachtet dessen können auch Security Token, die im Wege des Crowdfunding herausgegeben werden, im Einzelfall übertragbare Wertpapiere i. S. d. ECSP-VO darstellen. ErwG 15 ECSP-VO trifft zwar folgende konträre Aussage:

„Die Ausgaben neuer virtueller Krypto-Token haben das Potenzial, KMU, innovative neugegründete Unternehmen und expandierende Unternehmen zu finanzieren, und können den Technologietransfer beschleunigen, doch unterscheiden sich ihre Merkmale erheblich von den in dieser Verordnung geregelten Schwarmfinanzierungsdienstleistungen.“

In der englischen Fassung heißt es in diesem Zusammenhang jedoch „initial coin offerings“ (ICO), sodass Security Coin Offerings (STO) wohl nicht gemeint sein dürften. Security Token sind Wertpapiere, die ausschließlich in elektronischer Form durch Nutzung einer unveränderbaren digitalen Datenbank, der sog. Blockchain, abgebildet werden. Der Token-Inhaber erhält gegen den Emittenten – wie bei herkömmlichen Wertpapieren – einen Anspruch auf Beteiligung am Gewinn und Rückzahlung des Kapitals. Security Token können nach der Ansicht der BaFin unter den Begriff des übertragbaren Wertpapiers fallen.²³ In einem Hinweisschreiben²⁴ stellt die BaFin klar, dass wertpapierähnliche Token (auch Security Token) auch Wertpapiere (i. S. d. ProspektVO bzw. des WpPG) darstellen können, sofern der Token gewisse Kriterien aus dem BaFin-Hinweisschreiben vom 20.2.2018²⁵ erfüllt: (i) Übertragbarkeit, (ii) Handelbarkeit an den Finanzmärkten, (iii) Verkörperung von wertpapierähnlichen Rechten im Token (d. h. Gesellschafterrechte, schuldrechtliche Ansprüche oder vergleichbare Ansprüche müssen im Token verkörpert sein) und (iv) Nichterfüllung der Voraussetzungen eines Zahlungsinstru-

21 *Kuthe/Dresler-Lenz*, CB 2020, 471, 474.

22 *Preuße/Wöckener/Gillenkirch*, BKR 2021, 460, 462, unter Verweis auf die Ansicht der BaFin: BaFin, Prospektpflicht – Rechtslage seit dem 21.7.2019, geänd. am 5.8.2019, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_artikel.html (Abruf: 22.12.2021).

23 Die BaFin hat z. B. die Übertragbarkeit von Rechten aus einer Schuldverschreibung über Blockchaintechnologie als eine Variante der Handelbarkeit anerkannt, vgl. *Kusserow*, WM 2020, 586 m. w. N.

24 BaFin, Merkblatt zu ICOs, Zweites Hinweisschreiben Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sog. Krypto-Token, 16.8.2019, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.html (Abruf: 22.12.2021).

25 BaFin, 20.2.2018 – WA 11-QB 4100-2017/0010, Initial Coin Offerings: Hinweisschreiben zur Einordnung als Finanzinstrumente, 20.2.2018, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.html (Abruf: 22.12.2021).

ments (gem. § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II). Da die BaFin sowie die ganz überwiegende Meinung Security Token als übertragbare Wertpapiere qualifiziert,²⁶ bedarf es grundsätzlich eines Wertpapierprospekts i.S.d. Prospekt-VO oder ausnahmsweise eines Wertpapier-Informationssblatts. Es sprechen daher gute Argumente dafür, dass Security Token vom Anwendungsbereich der ECSP-VO erfasst werden können. Bei übertragbaren Security Token, die über Schwarmfinanzierungsdienstleister herausgegeben bzw. platziert werden, dürften dann die Regelungen der ECSP-VO anzuwenden sein.

c) Für Schwarmfinanzierung zugelassene Instrumente

Für „Schwarmfinanzierung zugelassene Instrumente“ sind gem. Art. 2 Abs. 1 Buchst. n ECSP-VO grundsätzlich Anteile einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die keinen Beschränkungen unterliegen, durch die eine Übertragung der Anteile effektiv verhindert würde, einschließlich Beschränkungen der Art und Weise, wie diese Anteile öffentlich angeboten oder beworben werden dürfen. Diese Vorschrift muss im Kontext der nationalen Vorgaben des Mitgliedstaats gelesen werden, sodass in Deutschland in diesem Zusammenhang insbesondere GmbH-Anteile ausgenommen sind, da deren Übertragung gem. § 15 GmbHG eine notarielle Beurkundung erfordert, welche eine Übertragungsbeschränkung darstellt.

5. Schwarmfinanzierungsplattform

Nach Art. 2 Abs. 1 Buchst. d ECSP-VO „ist eine Schwarmfinanzierungsplattform ein öffentlich zugängliches, internetbasiertes, von einem Schwarmfinanzierungsdienstleister betriebenes oder verwaltetes elektronisches Informationssystem“. Innerhalb dieses Merkmals hat besonders das Kriterium der „öffentlichen Zugänglichkeit“ Bedeutung. Nicht öffentliche Angebote (sog. private placement) fallen evident nicht in den Anwendungsbereich der Verordnung.²⁷ Werden Projekte der Projektträger, in welche investiert werden soll, mithin nicht-öffentlich platziert und stehen nicht einem unbegrenzten Pool von Anlegern zur Verfügung,²⁸ ist der Anwendungsbereich der ECSP-VO nicht eröffnet.

ZUSAMMENFASSUNG

1. Die ECSP-VO ist ein guter Schritt in Richtung europäischer Kapitalmarktunion und ermöglicht u.a. Fintechs ein grenzüberschreitendes Tätigwerden in einem einheitlichen Regelungsumfeld.
2. Crowdlending und Crowdinvesting sind je nach Struktur vom Anwendungsbereich der ECSP-VO erfasst.
3. Unterfällt ein Schwarmfinanzierungsdienstleister dem Anwendungsbereich der ECSP-VO, benötigt dieser spätestens mit Ablauf des 10.11.2022 eine entsprechende Lizenz der BaFin.
4. Elektronische Wertpapiere und Security Token können unter die Vorgaben der ECSP-VO fallen.
5. Kreditvermittler dürften bei Fronting-Bank-Modellen entsprechend dem Wortlaut der ECSP-VO, jedenfalls beim Abtretungsmodell, wohl keine ECSP-VO Lizenz benötigen.



AUTOR

Philippe Woesch, LL.M., RA, ist Partner im Bereich Banking & Finance bei Arnecke Sibeth Dabelstein in Frankfurt a. M. Er berät Banken, Fintechs und Finanzdienstleister zu bank- und zivilrechtlichen Themen und Finanzierungen.

²⁶ Rennig, BKR 2020, 23, 24 m. w. N.

²⁷ Dies legt auch die Änderung in § 1 Abs. 1 VermAnlG durch den deutschen Gesetzgeber nahe, innerhalb welcher ebenfalls auf „öffentliche Angebote“ Bezug genommen wird.

²⁸ Dies dürfte dann der Fall sein, wenn auf der Plattform keine Registrierungsmöglichkeit besteht und keinerlei öffentlicher Zugang gewährleistet ist.