

IV. Organisatorische und betriebliche Anforderungen

Systematisch etwas unstimmig noch vor der Zulassung (und Beaufsichtigung) von Schwarmfinanzierungsdienstleistern regelt die ECSP-VO in Kapitel II die „Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen sowie organisatorische und betriebliche Anforderungen an Schwarmfinanzierungsdienstleister“. In Anlehnung an die MiFID II werden hier vor allem bekannte Wohlverhaltenspflichten normiert, wobei auch Crowdfunding-spezifische Vorgaben (etwa zur individuellen Verwaltung des Kreditportfolios in Art. 6 ECSP-VO) Eingang in die Verordnung gefunden haben.¹⁴⁸

1. Allgemeine Grundsätze (Art. 3 ECSP-VO)

Schwarmfinanzierungsdienstleister werden insgesamt nicht unerheblichen Organisations- und Verhaltenspflichten unterworfen,¹⁴⁹ mit der Folge, dass der Betrieb einer entsprechenden Plattform ohne Einrichtung einer Compliance-Abteilung schwerlich denkbar erscheint.

a) Zweiseitige Interessenwahrungs- und Sorgfaltspflicht

Im Zentrum eines Geschäftsbesorgungsvertrags steht die Pflicht zur Interessenwahrung. Von der Rechtsprechung ist diesbzgl. schon betont worden, dies sei „Ausdruck des allgemeinen und das private Vertragsrecht insgesamt beherrschenden Rechtsgedankens“, fair und Interessenskonflikte vermeidend zu handeln.¹⁵⁰ Diesen Gedanken greift Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO – wie andere Finanzmarktrechtsakte¹⁵¹ – als „Zentralregelung“ einer „prin-

148 Vgl. auch Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 399.

149 Dazu im Überblick auch Buck-Heeb BKR 2022, 169, 170 f.

150 Aus der deutschen Rechtsprechung siehe etwa OLG Düsseldorf BeckRS 2011, 100079 Rn. 39.

151 Auch bereits Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 238; zudem Lieverse/Pronk in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 8.26.

zipienbasierten Regulierung¹⁵² auf. Der Schwarmfinanzierungsdienstleister ist verpflichtet, „ehrlich, fair und professionell“ sowie im „bestmöglichen Interesse“ der Kunden zu handeln. Indem der Verordnungstext auf den Kundenbegriff¹⁵³ abstellt, wird deutlich, dass die Verhaltensmaxime **gegenüber dem Projektträger wie auch gegenüber dem Anleger** gleichermaßen gilt, was *prima vista* zu Friktionen führen könnte.¹⁵⁴ Indes machen die zahlreichen Informations-, Aufklärungs- und Offenlegungspflichten der ECSP-VO sowie der *best-execution*-Grundsatz deutlich, dass es nicht um ein Verhalten des Plattformbetreibers im absoluten Gleichgewicht geht, sondern die Waage ein gewisses Übergewicht zugunsten des Anlegers aufweist. Dies verdeutlicht auch der nächste Punkt:

Bisher nahmen Schwarmfinanzierungsplattformen eine **qualitative Vorauswahl** der Projektträger und der zugehörigen Projekte nach selbst aufgestellten Kriterien vor, die aufgrund der Informationsasymmetrien aufseiten der Anleger adverse Selektionen befürchten ließen.¹⁵⁵ Teilweise wurde bemängelt, es erfolge *in praxi* durch die Plattform nicht mehr als eine bloße Plausibilitätsprüfung.¹⁵⁶ Zugleich hat aber der Anleger den Eindruck, die Plattform habe vor Freischaltung des Projekts eine ausführliche Risiko- und Kreditwürdigkeitsprüfung vorgenommen. Dies könnte eine Negativauslese verstärken, indem sich der Anleger auf die Plattfortmätigkeit verlässt und eigene (Plausibilitäts-)Prüfungen unterlässt. Mit Erlass der ECSP-VO wird nun die „Bewerberauswahl“ einem vereinheitlichten (Mindest-)Standard unterworfen, der deutlich mehr als eine bloße Plausibilisierung verlangt. So kann aus der allgemeinen Fremdingteressenwahrungspflicht nach Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO und mit Blick auf ErwGr 18 ECSP-VO gegenüber Crowdanlegern zumindest eine Verpflichtung des Schwarmfinanzierungsdienstleisters abgeleitet werden, über **Policies** zu verfügen, **die eine Auswahl der Projekte mit kaufmännischer Sorgfalt**

152 Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487, dort noch zur Entwurfsfassung; ähnlich Renner/Faller/Walter BKR 2021, 394, 400: allgemeines Rechtsprinzip.

153 Oben Ziff. II. 2. b).

154 IdS Lieveise/Pronk in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 8.27. Ebenfalls auf potenzielle Schwierigkeiten hinweisend van Poelgeest/Louise in Ortolani/Louise, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 9.13.

155 Näher dazu Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 255 f.

156 Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 241, 256.

gewährleisten.¹⁵⁷ Hiervon zu **unterscheiden** sind die *Minimalanforderungen an eine sorgfältige Prüfung* des Projektträgers nach Art. 5 ECSP-VO¹⁵⁸ sowie noch *weitergehende Prüfpflichten bei der Preisfestlegung eines Schwarmfinanzierungsangebots* gemäß Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO.¹⁵⁹

b) Verbot der interessengeleiteten Auftragslenkung

Schwarmfinanzierungsdienstleistern ist es gemäß Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO **untersagt**, eine Vergütung, einen Rabatt oder einen nicht-monetären **Vorteil für die Weiterleitung der Anlegeraufträge** zu einem bestimmten Schwarmfinanzierungsangebot auf der eigenen oder einer dritten Schwarmfinanzierungsplattform **zu gewähren** oder **zu empfangen**. Dies soll ausweislich ErwGr 19 S. 3 ECSP-VO gewährleisten, „dass die Anlagemöglichkeiten den potenziellen Anlegern auf *neutrale Weise* angeboten werden“.¹⁶⁰ Nachgebildet ist die Bestimmung dem Art. 27 Abs. 2 der MiFID II und der damit zusammenhängenden Best-Execution-Regel (Art. 64 DelVO 2017/565), wobei im Crowdfunding-Kontext eine vor- und nachgelagerte Dimension der Norm auszumachen ist. Nach weitem Verständnis der Kommission ist unter der „Weiterleitung von Aufträgen“ erstens jede Praktik der gezielten Weiterleitung potenzieller Investoren auf ein bestimmtes Schwarmfinanzierungsangebot zu verstehen, es sei denn, dies beruht auf objektiven Kriterien, die im Voraus offengelegt werden (wie Filtering Tools oder Suchdienste).¹⁶¹ Laut überzeugender Ansicht der ESMA (bestätigt durch die Kommission) ist die Norm insbesondere in Anbetracht des mit „routing of orders“ verbundenen Risikos von Interessenkonflikten und der damit verbundenen schwerwiegenden Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes zu sehen. Daneben dient das Verbot mittelbar auch dem Projektträgerschutz. Es soll verhindert werden, dass eine sachlich nicht gerechtfertigte, nur den Plattforminteressen dienen-

157 In diese Richtung schon Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosa, *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, 2021, 37, 65, mit dem Ziel, etwaige Informationsasymmetrien weiter zu verringern.

158 AA Lieverse/Pronk in Ortolani/Louise, *The EU Crowdfunding Regulation*, 2021, Rn. 8.27, die von einem Spezialitätsverhältnis ausgehen. Näher zu Art. 5 ECSP-VO bei Ziff. IV. 3.

159 Dazu bei Ziff. IV. 2. c).

160 Typographische Hervorhebung nur hier.

161 Vgl. dazu und zum Folgenden ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 4.1. Zu Filterfunktionalitäten sogleich noch näher bei Ziff. IV. 1. c) aa).

de Ungleichbehandlung der Schwarmfinanzierungsangebote stattfindet. Eine solche Ungleichbehandlung wäre für den Wettbewerb zwischen den Schwarmfinanzierungsangeboten nachteilig.

Auf einer zweiten Ebene normiert Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO noch eine zivilrechtliche Selbstverständlichkeit: Der Schwarmfinanzierungsdienstleister hat Kundenaufträge so wie erteilt auszuführen (**Weisungstreue**).¹⁶² Dies ist vor allem bei bestimmten Investitionserklärungen bezogen auf ein konkretes Schwarmfinanzierungsangebot relevant. Soweit hingegen eine ausfüllungsbedürftige Generalanweisung erteilt wird – wie sie bei sog. **Auto-Invest-Diensten** einschlägig ist –, die in Art. 2 Abs. 1 lit. c ECSP-VO als „individuelle Verwaltung des Kreditportfolios“ bezeichnet werden, besteht aufseiten des Dienstleisters ein **Entscheidungsspielraum**, der sich innerhalb des vom Kunden gesetzten Rahmens zu bewegen hat.¹⁶³ Hierzu gehört es, dass der Plattformbetreiber einen vom Anleger im Voraus festgelegten Anlagebetrag automatisiert mehreren Projektträgern anteilig über die Plattform zuzuweisen hat. Die Zuweisung findet nach objektiven Kennzahlen wie Zinssatz, Laufzeit, Rating etc. statt. Diesen Entscheidungsspielraum muss der Plattformbetreiber schon nach der Grundregel des Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO im „bestmöglichen Interesse“ der Kunden ausüben. Wie Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO darüber hinaus konkretisiert, darf der Spielraum nicht missbräuchlich ausgenutzt werden, wovon beispielsweise auszugehen wäre, würde der Plattformbetreiber die Kundenaufträge abhängig von etwaigen (unerlaubten) Zuwendungen unterschiedlich behandelt.

Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO geht freilich – wie gesehen – über die beschriebenen zivilrechtlichen Grundlagen hinaus, da er nicht nur im Verhältnis zum Anleger, sondern zu jeder Partei gilt, die durch Zuwendungen einen Einfluss auf den Schwarmfinanzierungsdienstleister ausüben könnte. Um im Einzelfall schwierigen Auslegungs- und Beweisfragen vorzubeugen, gilt die Untersagung nach Art. 3 Abs. 3 ECSP-VO – so wie dies auch sonst im

162 Für eine zumindest auftragsrechtliche Einordnung der Vertragsbeziehung zwischen Anleger und Plattformbetreiber: Hertneck, Peer-to-Peer-Lending, 2020, S. 81.

163 Mit der Bezugnahme auf „Generalanweisung“ wird hier nichts zur Frage gesagt, ob solche Anlagerichtlinien als Vertragsbestandteil oder als anfängliche, schriftlich festgehaltene Kundenweisungen zu qualifizieren sind. Vgl. zur Einordnung im Speziellen MüKoHGB/Herresthal, 4. Auflage 2019, Rn. O 43; F. Schäfer in Schäfer/Sethe/Lang, HdB Vermögensverwaltung, 3. Auflage 2022, § 9 Rn. 3 mwN; aus Österreich Schopper ÖBA 2013, 17, 20 f., wonach dies vom Konkretisierungsgrad abhängt.

Finanzmarktrecht bekannt ist¹⁶⁴ – unabhängig davon, welcher Zweck mit der Hingabe der Zuwendung verfolgt wird.

c) Festlegung (und Umsetzung) von Anlageparametern

aa) Allgemeine Vorgaben für die Nutzung von Filtering Tools

Schwarmfinanzierungsdienstleister bieten Anlegern häufig die Möglichkeit an, mithilfe einer Filterfunktion die für sie potenziell interessanten Projekte anhand von abstrakten Kriterien vorab einzugrenzen – zB Art oder Sektor der Geschäftstätigkeit oder die Bonitätsbewertung von Projektträgern etc. (vgl. dazu erhellend ErwGr 19 S. 1 und insbesondere ErwGr 21 ECSP-VO). Vor diesem Hintergrund räumt der recht verklausulierte Art. 3 Abs. 4 UAbs. 1 ECSP-VO dem Schwarmfinanzierungsdienstleister die Befugnis ein, Vorschläge in Bezug auf bestimmte Schwarmfinanzierungsprojekte zu unterbreiten,¹⁶⁵ womit vor allem die beschriebenen **Filterinstrumente** gemeint sind.¹⁶⁶ Voraussetzung für deren Einsatz durch den Plattformbetreiber ist, dass die vorgeschlagenen bzw. herausgefilterten Projekte einem oder mehreren vom Investor vorab mitgeteilten „spezifischen Parametern oder Risikoindikatoren“ entsprechen. Wie in ErwGr 19 ECSP-VO angegeben, wird es sich bei diesen Investitionsparametern (und Risikoindikatoren)¹⁶⁷ häufig um algorithmisch eingebundene Merkmale handeln, welche die Geschäftstätigkeit oder das Kreditrating des Projektträgers betreffen. Naheliegend sind zudem Signale betreffend Rendite, Zinssatz sowie Laufzeit eines Projekts. Wahrscheinlich kann auch eine Preisrange bzgl. der Crowdfunding-Angebote als Parameter festgelegt werden, wodurch insoweit eine Parallele zur Legaldefinition des „algorithmischen Handels“ in Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II (bzw. § 80 Abs. 2 WpHG)

164 Vgl. zu §§ 64 Abs. 7, 70 Abs. 1 WpHG etwa Herresthal in Linardatos, RechtsHdB Robo Advice, 2020, § 9 Rn. 39.

165 Vgl. auch Majcen ÖBA 2020, 868, 873, der von einem „Vorschlagsrecht“ spricht.

166 Für eine Parallelität der Möglichkeit, Vorschläge zu machen und dem Einsatz von Filterinstrumenten siehe Lieverse/Prong in Ortolani/Louisse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 8.32.

167 Einstellungen betreffend Risikoklasse etc. scheinen begrifflich den Parametern anzugehören.

besteht.¹⁶⁸ Insgesamt sind die dort genannten Beispiele jedoch wenig hilfreich, um die möglichen Angebotsparameter näher zu konturieren.¹⁶⁹

Aufschlussreicher ist ErwGr 21 S. 1 ECSP-VO, der zunächst zur **Abgrenzung der Anlageberatung** noch ausführt, dass die Verwendung von Filterinstrumenten („Filtering Tools“) nicht darunter zu subsumieren ist, sofern derartige Tools „den Kunden in neutraler Weise Informationen liefern, die keine Empfehlung darstellen.“ Mit Blick auf den Verordnungstext soll sohin ein allein an Parameter und Risikoindikatoren anknüpfender Vorschlag nicht ausreichen, um von einer Anlageberatung auszugehen. Trotz dieser Klarstellung bleibt für eine potenzielle Qualifikation dennoch auf § 2 Abs. 8 Nr. 10 WpHG bzw. Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 MiFID II iVm Art. 9 DelVO 2017/565 und den bekannten CESR-Fragenkatalog¹⁷⁰ hinzuweisen. Entsprechendes gilt für den Abschluss eines Anlageberatungsvertrages nach bürgerlichem Recht. Hier ist entscheidend, ob die Mitteilung des Beraters eine eigene, wertungsbehaftete Stellungnahme enthält, die in eine konkrete Handlungsempfehlung mündet.¹⁷¹ Es kommt darauf an, wie individualisiert ein Vorschlag ist: Bleibt er allgemein, scheidet eine Anlageberatung aus, während ein Vorschlag mit individualisierter Empfehlung eine Beratung begründen kann.¹⁷²

Nichts anderes ergibt sich im Übrigen aus der Durchführung der Kenntnisprüfung und Risikotragfähigkeitssimulation gemäß Art. 21 ECSP-VO. Die Abfrage von Anlagezielen, finanzieller Situation und dgl. kann für sich genommen nicht den

168 Anlehnend daran in Ermangelung einer eigenständigen Definition im Kommissionsvorschlag Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 455.

169 Weitere in Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II genannte Parameter betreffen den Umstand, (i) ob überhaupt eine (Kauf- oder Verkaufs-)Order eingeleitet werden soll, (ii) den Auftragszeitpunkt oder (iii) wie ein Auftrag nach Einreichung (mit eingeschränkter oder gar keiner menschlichen Beteiligung) bearbeitet werden soll. Zum Ganzen Raschner, Algorithm Governance am Kapitalmarkt, 2023 (im Erscheinen), § 2. I A. 1. b. ii. Siehe zum Vorliegen von „algorithmischer Handel“ iSv Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II noch sogleich Ziff. IV. 1. c) cc).

170 CESR/10–293 Question & Answer Understanding the definition of advice under MiFID, S. 6.

171 BGH NJW 1993, 2433; Linardatos in ders., Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 4 Rn. 17; V. Lang, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, 2003, S. 34; Horn WM 1999, 1, 4; Vortmann, Aufklärungs- und Beratungspflichten, 13. Auflage 2022, Rn. 2 ff.; weiter differenzierend definiert Heese, Beratungspflichten, 2015, S. 13 ff.

172 Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar LegalTech, 2023, Kap. 84 Rn. 8, 11; Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 239.

Eindruck erwecken, es werde ein bestimmtes Schwarmfinanzierungsangebot empfohlen.¹⁷³

Hinsichtlich der zulässigen Parameter wird in ErwGr 21 S. 2–4 ECSP-VO klargestellt, dass **rein objektive Produktmerkmale** erlaubt sind. Dies umfasst – wie sich bereits teilweise aus ErwGr 19 ECSP-VO ergibt – vordefinierte Projektkriterien einschließlich des wirtschaftlichen Sektors, das eingesetzte Anlageinstrument und der Zinssatz und, wenn ausreichende Informationen über die Berechnungsmethode offengelegt werden, die Risikokategorie sowie unabhängige Finanzkennzahlen.

Aus Anlegererwägungen und wohl auch zur Abgrenzung der Portfolioverwaltung ist nach Art. 3 Abs. 4 UAbs. 1 S. 2 ECSP-VO zuletzt noch sicherzustellen, dass ein **Anleger** jedes einzelne **Schwarmfinanzierungsangebot überprüft** und in jedem einzelnen Fall **ausdrücklich eine Anlageentscheidung trifft**, wenn er einem Vorschlag folgen und in ein Projekt investieren möchte. Die Vermögensdisposition muss somit vom Anleger ausgehen. Dies gilt es bei der informationstechnologischen Ausgestaltung der Schwarmfinanzierungsplattform zu berücksichtigen.

bb) Besondere Anforderungen bei Auto-Invest-Diensten

Spezielle Anforderungen in Bezug auf die Verwendung von Parameter bestehen bei der individuellen Verwaltung eines Kreditportfolios. Die erforderlichen **Mindestparameter** folgen hier aus Art. 6 Abs. 1 lit. a–d ECSP-VO, wonach Anbieter mindestens zwei von den Anlegern gewählte Parameter beachten müssen.¹⁷⁴ Dazu zählen (i) der zu zahlende Mindest- und Höchstzinssatz, (ii) die Mindest- und Höchstlaufzeit, (iii) die Bandbreite und Verteilung der Risikokategorien sowie (iv) falls eine jährliche Zielrendite für eine Anlage angestrebt wird, die Wahrscheinlichkeit mit der diese Rendite erreicht wird.

(1) Erlaubnis zur Ermessensausübung durch den Dienstleister

Zwar müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister gemäß Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 1 ECSP-VO auch bei Einsatz von Auto-Invest-Systemen die vom

173 Vgl. D. Schneider, *Widerrufsrechte beim Crowdfunding*, 2020, S. 110.

174 Dazu und zum Folgenden auch unten Ziff. IV. 4.

Anleger vorgegebenen Parameter einhalten, nach Art. 3 Abs. 5 ECSP-VO besteht jedoch hier sinnvollerweise keine Pflicht, dass Anleger jedes einzelne Schwarmfinanzierungsangebot überprüfen und eine Anlageentscheidung treffen müssen;¹⁷⁵ vielmehr „können“ bzw. müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister in diesem Fall ihr **Ermessen im Namen der Anleger im Rahmen der vereinbarten Parameter ausüben**. Nach Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 1 müssen Dienstleister hierzu alle erforderlichen Maßnahmen ergreifen, um das bestmögliche Ergebnis für diese Anleger zu erzielen, was freilich schon aus der in Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO normierten Interessenwahrungspflicht¹⁷⁶ folgt.

(2) Offenlegung des Anlageentscheidungsprozesses

Als spezifischere Konkretisierung der Generalklausel aufzufassen ist Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 2 ECSP-VO. Danach müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister, die eine individuelle Portfolio-Verwaltung anbieten, gegenüber Anlegern den **Entscheidungsprozess zur Ausführung des erteilten Verwaltungsmandats offenlegen**. In Bezug auf den etwas weiter gefassten Kommissionsentwurf, demzufolge Dienstleister „die genaue Methode und die Parameter dieser Ermessensbefugnis offenlegen“ mussten, wurde in der Literatur kritisch diskutiert, dass möglicherweise der verwendete Algorithmus sowie unter Umständen sogar der Quellcode preisgegeben wäre.¹⁷⁷ Richtigerweise war bereits der Kommissionsentwurf (vergleichbar dem nunmehr angepassten Wortlaut in Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 2 ECSP-VO) dahingehend auszulegen, dass nur eine genaue und möglichst anschauliche Erläuterung der Entscheidungsprozesse bei der Ermessensausübung zu geben ist.¹⁷⁸ Erforderlich sind somit primär die aus der

175 Vgl. auch Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 455. Anders als im Kommissionsvorschlag bezieht sich der Wortlaut nicht generell auf Kunden, inkl. Projektträger, sondern nur auf „Anleger“. Zu den damit verbundenen Unklarheiten des Verordnungsentwurf Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487; Quarch, aaO.

176 Dazu oben Ziff. IV. 1. a).

177 Näher zum Verordnungsentwurf Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487; identisch Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 456. Kritisch zum Kommissionsvorschlag auch Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 201, demzufolge ein Bedarf einer Nachjustierung bestand.

178 So Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487 und gleichlautend Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 456.

konventionellen Vermögensverwaltung bekannten Informationen im Rahmen der Anlagerichtlinien (vgl. auch die Ausführungen in Art. 6 Abs. 1 ECSP-VO).¹⁷⁹ Auto-Invest-spezifisch wird dabei auch offenzulegen sein, dass die Stückelung pro Projekt nicht durch den Anleger parametrisiert werden kann.¹⁸⁰ Detaillierte **Algorithmen-bezogene Informationen** werden mit Blick auf Art. 3 Abs. 4 UAbs. 2 S. 2 ECSP-VO zwar nicht offenzulegen sein, doch sind – wie bei der algorithmischen Vermögensverwaltung – grundlegende Informationen über die Funktionsweise des Systems notwendig.¹⁸¹ Insbesondere wird bei entsprechender Werbung mit dem Einsatz von Algorithmen (oder „Artificial Intelligence“) auf die Klarheit der Informationen zu achten sein (vgl. dazu ErwGr 39 und Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO).¹⁸²

cc) Exkurs: Nichtanwendbarkeit von § 80 Abs. 2 WpHG

Nach einer Literatursicht betreiben Plattformbetreiber, die eine automatisierte Crowdlendinganlage ermöglichen, aus teleologisch-historischer Sicht algorithmischen Handel iSv § 80 Abs. 2 WpHG.¹⁸³ Dies hätte die Anwendung einer ganzen Reihe aufsichtsrechtlicher „Algo-Governance“-Vorgaben zur Folge,¹⁸⁴ womit für Dienstleister zweifelsohne erhebliche praktische Herausforderungen einhergehen würden. Ähnlich wie bei der Diskussion über die Erfassung von algorithmischer Vermögensverwaltung („Robo Advice“) sprechen jedoch **die besseren Argumente gegen eine Anwendung** der zitierten Rechtsgrundlagen. Von § 80 Abs. 2 WpHG bzw.

179 Vgl. auch im MiFID II-Regime Art. 47 Abs. 3 lit. e DelVO 2017/565, wonach zu den offenlegungspflichtigen Informationen ua „Managementziele, bei der Ausübung des Ermessens durch den Verwalter zu beachtendes Risikoniveau und etwaige spezifische Einschränkungen dieses Ermessens“ gehören.

180 Vgl. die Nutzungsbedingungen eines Dienstleisters zitiert bei Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 162.

181 Vgl. Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar LegalTech, 2023, Kap. 84 Rn. 53.

182 Vgl. genauer Raschner, Meaningful information on the use of AI in the robo-investing context, Young Digital Law Proceedings Band 2023 (im Erscheinen) mwN.

183 Siehe näher Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 373 ff. Anders für das unionsrechtliche Regime der MiFID II ders., aaO, S. 169 f.

184 Zum Ganzen Raschner, Algorithm Governance am Kapitalmarkt, 2023 (im Erscheinen); im Überblick Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar LegalTech, Kap. 1 Rn. 1 ff.

Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II werden nämlich nur jene algorithmischen Finanzdienstleistungen erfasst, die gleichzeitig zur algorithmischen Orderausführung an einem *Handelsplatz* führen,¹⁸⁵ was bei Crowdfunding nicht der Fall ist. Spezielle Anforderungen an die Verwendung von Algorithmen bzw. Modellen werden in der Verordnung vielmehr in Art. 6 Abs. 2 ECSP-VO iVm der DelVO 2022/2118 (nur) in Bezug auf Auto-Investing-Dienste gemacht.¹⁸⁶

d) Verwendung einer Zweckgesellschaft (SPV)

Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO enthält strenge Vorgaben für den **Rückgriff auf eine Zweckgesellschaft bei der Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen** (auch „special purpose vehicle“ oder SPV). Darunter wird eine Gesellschaft verstanden, die zwischen Schwarmfinanzierungsprojekt und Anleger zwischengeschaltet ist und nur zum Zweck gegründet wurde oder nur dem Zweck dient, eine Verbriefung iSd VO (EU) Nr. 1075/2013 der Europäischen Zentralbank durchzuführen (vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. q ECSP-VO).¹⁸⁷ Adressiert werden SPV des Plattformbetreibers,¹⁸⁸ wie Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO durch die Anknüpfung an die Schwarmfinanzierungsdienstleistung deutlich macht. Zweck der SPV-Regulierung im Schwarmfinanzierungsbereich ist es, Aufsichtsarbitrage für Finanzintermediäre zu unterbinden, die anderen Unionsrechtsakten, insbesondere dem Recht der kollektiven Kapitalanlage, unterliegen (vgl. ErwGr 22 ECSP-VO). Schnittstellen zur AIFMD wurden bereits im Advice der ESMA¹⁸⁹ sowie Impact Assessment der Kommission¹⁹⁰ betont. Daneben ist bisher die Verwendung von SPV bei dem in Deutschland

185 Genauer Raschner, Algorithm Governance am Kapitalmarkt, 2023 (im Erscheinen), § 2. I. A. 4; dazu auch Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar Legal-Tech, 2023, Kap. 84 Rn. 1.

186 Dazu unten Ziff. IV. 4.

187 Eine „Vorbereitung“ ist gemäß Art. 1 Nr. 2 der VO (EU) Nr. 1075/2013 „eine Transaktion oder ein System, wodurch ein Rechtssubjekt, das von dem Originator oder Versicherungsunternehmen oder Rückversicherungsunternehmen getrennt ist und zum Zweck der Vorbereitung geschaffen wird oder diesem Zweck bereits dient, Finanzierungsinstrumente an Investoren ausgibt und einer oder mehrere der folgenden Vorgänge stattfinden (...)“.

188 Zu den praktisch bekannten SPV-Modellen vgl. D. Schneider, Widerrufsrechte beim Crowdfunding, 2020, S. 68 f.

189 ESMA/2014/1560, Rn. 65 ff.

190 Dazu genauer SWD(2018) 56 final, 104.

verbreiteten Fronting-Bank-Modell üblich,¹⁹¹ sodass die Regulierung im Rahmen der ECSP-VO auch vor diesem Hintergrund gesehen werden kann.¹⁹²

In concreto ist die Verwendung derartiger Rechtsstrukturen, inkl. SPV, nur zulässig, wenn einem Anleger damit eine **Beteiligung an einem „nicht liquiden“ oder „nicht teilbaren“ Vermögenswert** ermöglicht wird.¹⁹³ Dies ist laut Q&A der ESMA grundsätzlich dann der Fall, wenn ein Vermögenswert nicht schnell in „cash“ umgewandelt bzw. nicht einfach oder schnell in kleinere Bestandteile zerlegt werden kann.¹⁹⁴ Ein SPV darf auch nicht mit dem Zweck aufgesetzt werden, Anlegern *Exposure* in mehr als einem illiquiden oder unteilbaren Vermögenswert zu verschaffen.¹⁹⁵ Als „underlying asset“ darf nur **ein einziger Vermögenswert** dienen (Art. 3 Abs. 6 S. 1 ECSP-VO). Wie Art. 3 Abs. 6 S. 2 ECSP-VO noch ausführt, hat die Beurteilung des zugrunde liegenden Vermögenswerts nach einem „look-through“-Ansatz zu erfolgen. Aufgrund des Umstands, dass solche Zweckgesellschaften übertragbare Wertpapiere oder andere zugelassene Instrumente ausgeben, folgt schließlich, dass der Einsatz eines SPV auf Crowdfunding beschränkt ist, aber **keine kreditbasierten Angebote** umfasst.¹⁹⁶

Auch wenn die Verwendung von SPV somit nur unter strengen Voraussetzungen möglich ist, können sich derartige Strukturen nach Ansicht im Schrifttum insbesondere für Verbriefungen von Immobilienanteilen,¹⁹⁷ aber ebenso für grenzüberschreitende Finanzierungen oder Tokenisierungen eignen.¹⁹⁸ Wenn auf ein SPV zurückgegriffen wird, ist darüber hinaus auch im **Anlagebasisinformationsblatt** zu informieren und die Kontaktdaten des SPV anzugeben (siehe Art. 23 Abs. 6 ECSP-VO iVm Anhang I, Teil E). Wie Art. 3 Abs. 6 S. 3 ECSP-VO noch normiert, liegt die Entschei-

191 Dazu im Überblick Woesch BKR 2022, 199, 200; auch Macchiavello/Sciarrone Alibrandi in Avgouleas/Marjosola, Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2021, 37, 47, dort als „notary business model“ bezeichnet.

192 Majcen ÖBA 2020, 868, 871 f. Zum Fronting-Bank-Modell schon oben Ziff. II. 2. a) dd). und bei **Abbildung 4**.

193 Dies betonend ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 1.4.

194 Siehe weiterführend ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 1.5, wo jeweils weitere Faktoren genannt werden.

195 Dies wiederholend ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 1.2.

196 Siehe ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 1.2; auch Majcen ÖBA 2020, 868, 871: Wortlaut.

197 So van Poelgeest/Louisse in Ortolani/Louisse, The EU Crowdfunding Regulation, 2021, Rn. 9.12.

198 Vgl. näher Riethmüller BKR 2022, 149, 153.

dung über die Beteiligung hinsichtlich dieses zugrunde liegenden Vermögenswerts allein beim Anleger.

2. Wirksame und umsichtige Geschäftsleitung (Art. 4 ECSP-VO)

Der Geschäftsleitung eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters kommt unzweifelhaft eine zentrale Rolle für die ordnungsgemäße Dienstleistungserbringung zu. Aus diesem Grund sieht Art. 4 ECSP-VO verschiedene, zT vom Geschäftsmodell abhängige Organisations- bzw. Governance-Anforderungen vor.

a) Angemessene Regelungen und Verfahren

Nach Art. 4 Abs. 1 ECSP-VO hat die Geschäftsleitung **angemessene Regelungen und Verfahren zur Sicherstellung einer wirksamen und umsichtigen Leitung** festzulegen. Explizit genannt wird (i) die Aufgabentrennung, (ii) die Geschäftsführung im Krisenfall und (iii) die Vorbeugung von Interessenkonflikten. Während letzteres gesondert in Art. 8 ECSP-VO adressiert wird (dazu Ziff. IV. 5.), werden in Bezug auf die notwendige Aufgabentrennung innerhalb der Geschäftsleitung keine weiteren Vorgaben aufgestellt. Besonderer Fokus wird hier aber auf ein angemessenes Risikomanagement zu legen sein (ErwGr 23 ECSP-VO). Die umfassendsten Anforderungen werden allerdings für die **Geschäftsführung im Krisenfall** gemacht.¹⁹⁹ Hierunter sind all jene Maßnahmen und Verfahren zu verstehen, die bei einem Ausfall des Dienstleisters (a) die Kontinuität der Erbringung kritischer Dienstleistungen im Hinblick auf bestehende Investitionen und (b) die ordnungsgemäße Verwaltung der Vereinbarungen zwischen dem Dienstleister und seinen Kunden gewährleisten sollen. Zu implementieren sind die Maßnahmen und Verfahren ausweislich ErwGr 25 ECSP-VO in einem *Geschäftsführungsplan* (Business Continuity Plan), der bereits im Zulassungsverfahren gemäß Art. 12 Abs. 2 lit. j ECSP-VO zu beschreiben ist,²⁰⁰ und dessen Inhalt in diesem

199 Dies wohl insbesondere aufgrund der Insolvenz von Dienstleistern, die zu erheblichen Schwierigkeiten speziell bei der Rückzahlung geführt haben, vgl. Will/Quarch WM 2018, 1481, 1487 mwN.

200 Siehe bereits Ziff. III. 1. a).

Zusammenhang auf Level 2 konkretisiert wird.²⁰¹ Neben teils zirkelartigen Begriffsbestimmungen für kritische Dienste,²⁰² „Ausfall“²⁰³ und „erhebliche Betriebsstörung“²⁰⁴ ist nach der damit erlassenen DelVO 2022/2116 ein „detaillierter“ Plan aufzustellen, der als Maßnahmen für die **Kontinuität kritischer Dienstleistungen** explizit die Benachrichtigung von Kunden über den Eintritt eines Störfalls, den Zugang der Kunden zu Informationen über ihre Anlagen sowie ggf. die Bedienung ausstehender Kredite, die Fortführung von Zahlungsdiensten und die Übertragung der Vermögensverwahrung nennt (Art. 3 Abs. 3 DelVO 2022/2116).²⁰⁵ Für die **ordnungsgemäße Verwaltung der Vereinbarungen** sind insbesondere Maßnahmen zur Aufbewahrung und Sicherung relevanter Dokumente und Informationen erforderlich (genauer Art. 4 Abs. 3 DelVO 2022/2116). Auch die **übergreifend im Plan zu treffenden Verfahren** werden ausführlich geregelt und umfassen etwa die Aufstellung einer Kontaktliste für Personen bzw. Abteilungen, die bei einem Ausfall zuständig sind, sowie die Identifizierung der drei wahrscheinlichsten Ausfallszenarien inkl. Abhilfemaßnahmen (siehe im Einzelnen Art. 5 DelVO 2022/2116).

Naheliegenderweise trifft die Geschäftsleitung nach Art. 4 Abs. 1 ECSP-VO auch eine **Überwachungspflicht** hinsichtlich der Umsetzung der Regelungen und Verfahren, mit dem Ziel, die Marktintegrität²⁰⁶ und die Interessen der Kunden zu fördern. Im Fokus stehen damit sowohl Funktions- als auch der Anlegerschutz, wobei die beiden Kategorien aufgrund der Schnittstellenrolle des Dienstleisters besonders eng miteinander verbunden sind.²⁰⁷ *In concreto* sieht Art. 4 Abs. 3 ECSP-VO hierzu vor, dass

201 Vgl. bereits Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 155, 161. Die Rechtsgrundlage dafür ist Art. 12 Abs. 16 ECSP-VO.

202 In der deutschen Definition in Art. 1 lit. a DelVO 2022/2116 etwas unglücklich als „entscheidende Dienstleistungen“ bezeichnet, wonach es ua um wesentliche Beeinträchtigungen für die fortdauernde Einhaltung der ECSP-VO oder finanzielle Leistungsfähigkeit des Plattformbetreibers geht.

203 Verstanden als „jedes nach dem einschlägigen nationalen Recht anwendbare Insolvenz- oder Vorinsolvenzverfahren oder jede erhebliche Betriebsunterbrechung“ (Art. 1 lit. a DelVO 2022/2116).

204 Hierbei handelt es sich um „eine erhebliche Störung oder einen erheblichen Ausfall, wodurch die Erbringung entscheidender Dienstleistungen wesentlich beeinträchtigt wird.“

205 Teile der Maßnahmen wurden bereits auf Level 1 in ErwGr 25 ECSP-VO ins Auge gefasst.

206 Vgl. zum unscharfen Begriff der Marktintegrität Ziff. III. 1. c).

207 Vgl. zum Kommissionsvorschlag Quarch, Die Europäische Regulierung des Crowdlendings, 2020, S. 457: „Flaschenhals“; zur finalen Fassung Quarch in Ebers, StichwortKommentar LegalTech, 2023, Kap. 17 Rn. 33.

die Geschäftsleitung – unter Berücksichtigung von **Proportionalitätserwägungen** – mindestens alle zwei Jahre die aufsichtsrechtlichen Sicherheiten²⁰⁸ und den Geschäftsfortführungsplan überprüft.

b) Systeme und Kontrollen beim Crowdlending

Spezifische Geschäftsleiterpflichten werden in Art. 4 Abs. 2 ECSP-VO für die Kreditvermittlung (unten *aa*) sowie im Speziellen für den Fall der individuellen Verwaltung von Kreditportfolios (unten *bb*) normiert. Verlangt werden organisatorische System- und Kontrollanforderungen, wobei die jeweils erforderlichen Maßnahmen nach dem Verordnungswortlaut unter einem **Geeignetheits- und Angemessenheitsvorbehalt** stehen.²⁰⁹

aa) Allgemeine Anforderungen

Art. 4 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO verlangt zunächst die Einrichtung „geeignete(r) Systeme und Kontrollen zur Bewertung der Risiken (...), die mit den über die Schwarmfinanzierungsplattform vermittelten Krediten verbunden sind“. Weiters hat die Geschäftsleitung deren Umsetzung zu überwachen. Welche „Systeme und Kontrollen“ (bzw. besser Verfahren und Methoden) zur Risikobewertung *in concreto* einzurichten sind, wird weder in der ECSP-VO noch durch eine Level 2-Ermächtigung klargestellt. Besonderes Augenmerk wird naheliegenderweise auf die den Projekten inhärenten **Kreditrisiken** zu richten sein,²¹⁰ wenngleich dies für die Preisfestsetzung und individuelle Verwaltung des Kreditportfolios noch gesondert geregelt wird (dazu Art. 4 Abs. 4 sowie Art. 6 Abs. 2 ECSP-VO).

bb) Spezielle Anforderungen für die individuelle Verwaltung von Kreditportfolios

Wenn Dienstleister eine individuelle Verwaltung von Kreditportfolios anbieten, muss die Geschäftsleistung sicherstellen, dass der Dienstleister

208 Hierzu Ziff. IV. 9.

209 Auf Englisch: „adequate“ bzw. „appropriate“.

210 Vgl. etwa ErwGr 11 S. 1 ECSP-VO, wo die Bewertung des Kreditrisikos von Schwarmfinanzierungsprojekten oder Projektträgern erwähnt wird.

„über angemessene Systeme und Kontrollen für das Management der Risiken und die Finanzmodellierung für dieses Angebot von Dienstleistungen verfügt“ (Art. 4 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO). Was darunter zu verstehen ist bzw. wie die Risikomanagementsysteme sowie Systeme für die Finanzmodellierung (financial modelling) aufzusetzen sind, wird nicht näher ausgeführt. Im Unterschied zu anderen (sehr) technischen Bereichen mit System- und Kontrollanforderungen²¹¹ besteht hier auch keine Kompetenz zur Konkretisierung auf Level 2, sodass die konkrete Implementierung – unter Geeignetheits- und Angemessenheitserwägungen²¹² – dem Dienstleister überlassen ist, was natürlich mit einer gewissen Rechtsunsicherheit einhergeht. Konkretisiert wird immerhin, dass im Rahmen der Systeme und Kontrollen nach Art. 4 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO den Anforderungen gemäß Art. 6 Abs. 1–3 ECSP-VO Rechnung zu tragen ist. Mit dem Verweis auf Art. 6 ECSP-VO sind damit auch die Anforderungen an das Mandat (Abs. 1) sowie die Aufzeichnungspflichten (Abs. 3) auf Geschäftsleiterebene entsprechend zu berücksichtigen. Ein Fokus wird jedenfalls noch auf die in Art. 6 Abs. 2 ECSP-VO aufgestellten (Daten-Governance)-Anforderungen zu legen sein,²¹³ wobei den in Art. 4 Abs. 2 UAbs. 1 ECSP-VO aufgestellten Anforderungen ein eigener Bedeutungsgehalt zu entnehmen ist:

Bzgl. der Einführung eines **Risikomanagementsystems** bestehen gewisse Parallelen zur bankaufsichtsrechtlichen Pflicht in Art. 74 der Eigenkapitalrichtlinie, wonach Kreditinstitute über solide Governance-Regelungen verfügen müssen, inkl. angemessener interner Kontrollmechanismen für ein solides und wirksames Risikomanagement. Qualitativ ist dies natürlich nicht vergleichbar. So wird anders als im Bankenkontext keine zwingende Einrichtung einer gesonderten Risikomanagementfunktion erforderlich sein,²¹⁴ sondern es sind (nur) angemessene Strategien und Verfahren für das Risikomanagement festzulegen und umzusetzen.

Finanzmodellierung beschreibt allgemein die Konstruktion und Verwendung von Planungs- bzw. Entscheidungsmodellen auf der Grundlage von Finanzdaten zur Simulation tatsächlicher Gegebenheiten, um die Ent-

211 Siehe etwa die in Bezug auf den algorithmischen Handel in § 80 Abs. 2 WpHG bzw. Art. 17 Abs. 1 MiFID II enthaltene Pflicht „über Systeme und Risikokontrollen [zu] verfügen“, die allerdings in der DelVO 2017/589 weiter spezifiziert wird.

212 Dazu schon Ziff. IV. 2. b).

213 Dazu näher Ziff. IV. 4. b).

214 Vgl. dazu auch Art. 23 DelVO 2017/565.

scheidungsfindung innerhalb einer Organisation zu erleichtern.²¹⁵ Für das Auto-Investing bedeutet dies wohl in erster Linie, dass Auswirkungen zu künftiger Anlageentscheidungen auf die angestrebten Renditen prognostisch im Lichte der bisherigen Erfahrungen berechnet werden müssen.

Schließlich wird es aus Geschäftsleiterperspektive (sowohl in Bezug auf das Management der Risiken als auch die Finanzmodellierung) noch notwendig sein, interne **Berichterstattungspflichten** vorzusehen, um die geforderte Kontrolle wahrnehmen zu können.

c) Anforderungen bei Bestimmung eines „Preises“ für das Schwarmfinanzierungsangebot

In Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO sind für den *Sonderfall* der Bestimmung des Preises für das Schwarmfinanzierungsangebot durch den Plattformbetreiber recht detailverliebt verschiedene **Verhaltens- und Organisationspflichten** angeordnet. Wann eine derartige Bestimmung des „Preises“ überhaupt erfolgt und welche Produkte betroffen sind, wird von der Verordnung nicht klar ausgeführt. In Absatz 4 lit. a des Art. 4 ECSP-VO ist für die geforderte Kreditrisikobewertung des Projekts oder Projektträgers angemerkt, dass sich diese Bewertung auch auf das Risiko beziehen müsse, das Unternehmen könne bei einem Kredit, bei einer Schuldverschreibung oder bei einem sonstigen verbrieften Schuldtitel eine oder mehrere Rückzahlungen schuldig bleiben. Aus dieser Klarstellung lassen sich zwei Erkenntnisse ableiten: *Erstens* ist der Begriff „Preis“ unglücklich eng gewählt, weil er eine Gegenleistung meint – etwa für den Erwerb einer Schuldverschreibung oder in Form eines Zinses. *Zweitens* ist eine risikoabhängige und -adäquate „Preisbestimmung“ gefordert: Die Gegenleistung und insbesondere das **Ertragspotential** müssen im Verhältnis zum Risiko des Anlegers stehen, mit seinen Rückzahlungsansprüchen vollständig auszufallen.

Der **umfangreiche Pflichtenkatalog** des Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO enthält neben der bereits erwähnten Pflicht zur Risikobewertung (lit. a) verschiedene Vorgaben hinsichtlich der Informationen und Daten, die der Schwarmfinanzierungsdienstleister bei der Bewertung des Kreditrisikos einzubeziehen hat (lit. b); diese Bewertung muss nach vorbestimmten Governance-Regeln erfolgen (lit. c). Soweit der Schwarmfinanzierungsdienstleister angehalten ist, den Preis „fair und angemessen“ festzusetzen (lit. d), ist zu berücksichtigen, dass er in einem zweiseitigen Markt tätig ist

215 So Law, A Dictionary of Finance and Banking, 6. Auflage 2018, 186.

und er insoweit gegenüber beiden Kunden – dem Anleger wie auch dem Projektträger – zum Wohlverhalten verpflichtet ist. Weiterhin wird festgelegt, zu welchem Zeitpunkt und aus welchen Anlässen eine (Neu-)Bewertung des für den Preis relevanten Kreditrisikos zu erfolgen hat (lit. e) sowie welche Risikomanagementmaßnahmen (lit. f) und Aufzeichnungspflichten bestehen (lit. g).

Hier wie auch andernorts für Klarheit sorgen wird aller Voraussicht nach der **Level 2-Rechtsakt**, der auf Basis von Art. 19 Abs. 7 ECSP-VO zu erlassen ist.²¹⁶ In der Ermächtigungsgrundlage wird ausdrücklich auf Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO Bezug genommen und der EBA aufgetragen, die Informationen und Faktoren, die bei der Bewertung des Kreditrisikos nach Art. 4 Abs. 4 lit. a und b ECSP-VO und der Bewertung eines Kredits nach Art. 4 Abs. 4 lit. e ECSP-VO eine Rolle spielen, zu entwerfen. Näher konkretisiert werden sollen auch die Faktoren, denen ein Schwarmfinanzierungsdienstleister Rechnung tragen sollte, damit ein Preis fair und angemessen ist sowie der Mindestinhalt und Governance-Rahmen für das Risikomanagement.

Aus einer übergeordneten Perspektive ist Art. 4 Abs. 4 ECSP-VO als Ausfluss der zentralen Funktion des Plattformbetreibers als **Gatekeeper** im Fall der Preisgestaltung verständlich.²¹⁷ Die EBA betonte in Zusammenhang mit dem Pflichtenkatalog, es sei bei der Kreditrisikobewertung ein Ansatz gewählt worden, der auch für Banken bei der Risikobewertung für die Kreditvergabe gelte.²¹⁸ Aufgrund der systematischen Einbettung der Risikobewertungspflichten in Art. 4 ECSP-VO muss die Geschäftsleitung Maßnahmen ergreifen, die der Garantenfunktion der Plattform gerecht werden. Aus Sicht der Geschäftsleitung ist dies letztlich eine Selbstverständlichkeit, da ihr am (Reputations-)Erfolg der Plattform gelegen ist, der sich nicht einstellt, wenn das Anlegerpublikum massive Verluste erleidet.

216 Zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Werkes liegt im Gegensatz zu anderen Level 2-Ermächtigungen der ECSP-VO noch kein Entwurf eines Verordnungstexts der Kommission vor, sodass hier nur auf den Entwurf zu den technischen Regulierungsstandards der EBA verwiesen werden kann (EBA/RTS/2022/05).

217 Zur Abgrenzung der „Gatekeeper“-Verpflichtungen nach dem DMA schon Ziff. I aE.

218 Siehe – unter Verweis auf die Leitlinien für die Kreditvergabe und Überwachung (EBA/GL/2020/06) – EBA/RTS/2021/11, S. 8 (Ziff. 10).

3. Anforderungen an die Projektträgerprüfung (Art. 5 ECSP-VO)

Gemäß Art. 5 Abs. 1 ECSP-VO hat der Schwarmfinanzierungsdienstleister in Bezug auf die Projektträger, die ihre Projekte für die Finanzierung über die Plattform des Dienstleisters vorschlagen, für ein „Mindestmaß an sorgfältiger Prüfung“ zu sorgen. **Gegenstand dieser Prüfung ist der Kapitalnachfrager** selbst, also nicht das Finanzierungsprojekt des Projektträgers (diesen Gegenstand regelt zumindest ansatzweise Art. 3 Abs. 2 ECSP-VO). Es wird die Kredit- und Finanzierungswürdigkeit des Projektträgers überprüft und bewertet und in der Regel abstrahiert in ein **Rating** (auch **Scoring**) übersetzt. Weil mit dieser informativen Angabe ein Reputationsmechanismus²¹⁹ einhergeht, der bei der Anwerbung von Anlegern fruchtbar gemacht werden kann, muss das Rating auch den Anforderungen des Art. 19 Abs. 1 ECSP-VO genügen.²²⁰ Art. 5 Abs. 2 ECSP-VO konkretisiert die Prüfpflicht des Abs. 1.²²¹ Den Schwarmfinanzierungsdienstleister trifft eine **Einholpflicht von Nachweisen** darüber, dass der Projektträger (a) nach bestimmten näher definierten Rechtsbereichen²²² keine Vorstrafen aufweist und er (b) nicht in einem Land oder Gebiet niedergelassen ist, das im Rahmen der einschlägigen Unionspolitik als nicht kooperatives Land oder Gebiet gilt, oder in einem Drittland mit hohem Risiko gemäß Art. 9 Abs. 2 der Richtlinie (EU) 2015/849. Der Tatbestand zielt auf Informationen ab, die über Handels-, Unternehmens-, Transparenz- und Strafregisterauszügen etc. einholbar sind. Freilich ist der Plattformbetreiber – mindestens aus datenschutzrechtlichen Gründen – in der Regel daran gehindert, die erforderlichen Nachweise initiativ und in Eigenregie zu besorgen. Deshalb wird es dem Projektträger obliegen, die notwendigen Nachweise einzuholen und dem Plattformbetreiber geeignet vorzulegen. Kommt der Projektträger diesen Anforderungen ohne triftigen Grund nicht nach, ist er vom Plattformbetreiber abzulehnen.

219 Hierzu näher Engert AcP 218 (2018), 304, 352 ff.

220 Dazu unten Ziff. V. 1. Die im Schrifttum vermutete Tendenz des Plattformbetreibers, das Ratingergebnis übertrieben positiv zu halten (Will/Quarch WM 2018, 1481, 1483), ist nicht auszuschließen, aber juristisch gesehen unzulässig.

221 Vgl. dazu und zum Folgenden schon Linardatos/Pfisterer/Pfürtscheller LJZ 2022, 234, 239.

222 Diese sind: Handelsrecht, Insolvenzrecht, Finanzdienstleistungsrecht, Geldwäschebekämpfungsrecht, Vermögenstrafrecht, Steuerstrafrecht oder Berufshaftpflichtverpflichtungen.

4. Individuelle Verwaltung des Kreditportfolios (Art. 6 ECSP-VO)

Der Plattformbetreiber ist gemäß Art. 6 ECSP-VO verschiedenen Verhaltens-, Organisations-, und Informationspflichten unterworfen, wenn er eine individuelle Verwaltung des Kreditportfolios anbietet. Bei der individuellen Kreditportfolioverwaltung wird die Zuweisung eines im Voraus festgelegten Betrags aus Mitteln des Anlegers durch den Schwarmfinanzierungsdienstleister an typischerweise mehrere Schwarmfinanzierungsprojekte auf der Plattform bewirkt.²²³ Der Investitionsprozess läuft in der Regel **mittels eines Algorithmus automatisiert** ab.²²⁴ Der Dienstleister übt dabei auf Grundlage eines individuellen Mandats eigenes Ermessen aus (dazu sogleich *a*). Die individuelle Verwaltung von Kreditportfolios ist mit der wertpapierrechtlichen Finanzportfolioverwaltung vergleichbar, nur dass die Verwaltung hier ausschließlich kreditbasierte Instrumente betrifft. Allerdings sind die gesetzlichen Anforderungen im Crowdfundingbereich wesentlich detaillierter als jene, denen herkömmliche Portfolioverwalter unterliegen.²²⁵

Zweck der Pflichten nach Art. 6 ECSP-VO ist offensichtlich der Anlegerschutz. Schwarmfinanzierungen betreffen regelmäßig kleine oder junge Unternehmen mit geringer Kredithistorie,²²⁶ und für den Anleger ist es in der Regel zu aufwändig, Zugang zu geeigneten Unternehmensinformationen zu bekommen. Bei der individuellen Kreditportfolioverwaltung ist diese Informationsbeschaffung für den Anleger praktisch unmöglich, da die Projekte nicht manuell, sondern vom Dienstleister (zumeist) automatisiert ausgewählt werden, wodurch dem Anleger *ex ante* in der Regel unbekannt bleibt, welche Projektträger konkret finanziert werden. Ihm sind vorab nur allgemeine Parameter wie Rating bzw. Scoring, Anlagesumme, Finanzierungslaufzeit etc. bekannt. Weiterhin spielt eine Rolle, dass der Durchschnittskunde davon ausgeht, ein Produkt, das über eine Plattform angeboten wird, sei zuvor vom Plattformbetreiber geprüft und bewertet

223 Siehe oben Ziff. II. 2. a) aa).

224 Ebenso Hobza/Vondráčková, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2, 17.

225 Hobza/Vondráčková, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2, 18 f., wonach der ECSP-VO uU eine Konkretisierungswirkung gegenüber den Pflichten aus der MiFID II zukommen könne. Auch Dietz Legind/Minto Law and Economics Yearly Review 2021, 142, 155. Dabei sollte allerdings nicht übersehen werden, dass die herkömmliche Portfolioverwaltung sehr detailliert durch Aufsichtspraxis, Rechtsprechung etc. geprägt ist.

226 EBA/RTS/2021/11, S. 3, 7; Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237, 261.

IV. Organisatorische und betriebliche Anforderungen

worden.²²⁷ Damit sich diese Verkehrsauffassung nicht als Falschvorstellung entpuppt, ordnet der Gesetzgeber gegenüber dem Plattformbetreiber an, eben dieser Vorstellung zu entsprechen.²²⁸

a) Anforderungen an das Mandat

Grundlage der Portfolioverwaltung ist das dem Plattformbetreiber erteilte **individuelle Mandat** des Anlegers gemäß Artt. 2 Abs. 1 lit. c, 6 Abs. 1 ECSP-VO. Das Mandat soll „die Parameter zur Erbringung der Dienstleistung“ enthalten und festlegen. Gemeint sind hiermit die **Anlagerichtlinien**, welche die Anlagestrategie bestimmen und die Leitplanken der Ermessensausübung durch den Schwarmfinanzierungsdienstleister setzen. Die Anlagerichtlinien müssen mindestens zwei Kriterien umfassen, welche von den Buchstaben a–d des Art. 6 Abs. 1 ECSP-VO näher festgelegt werden – zB Mindest- und Höchstzinssatz, Mindest- und Höchstlaufzeit des Kredits etc.²²⁹

b) Organisatorische Anforderungen, Datenbasis und Beschreibung der Kreditrisikobewertungsmethode

Interne Abläufe und Datenbasis der individuellen Kreditportfolioverwaltung müssen solide und geeignet sein; diese Selbstverständlichkeit betont nochmals Art. 6 Abs. 2 S. 1 ECSP-VO; die Verarbeitung von Daten externer Anbieter wird von Art. 6 Abs. 2 S. 2 ECSP-VO explizit zugelassen.

Vom Schwarmfinanzierungsdienstleister sind gemäß Art. 6 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO die **Kreditausfallrisiken zu bestimmen**, dies auf Ebene des individuell finanzierten Projekts (lit. a), des Gesamtportfolios (lit. b) und des Projektträgers (lit. c). Die Pflicht aus Art. 6 Abs. 2 UAbs. 2 lit. c ECSP-VO dürfte für den Schwarmfinanzierungsdienstleister noch gut zu bewerkstelligen sein, da er anhand der Unternehmens- und Finanzdaten prognostisch bestimmen kann, inwieweit die finanzielle Tragfähigkeit des Projektträgers ausreichend ist, um ein gescheitertes Finanzierungsprojekt zu verkraften und gleichwohl der Darlehensrückzahlungspflichten

227 Siehe EBA/RTS/2021/11, S. 3, 6f.

228 Insoweit treffend Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 163, 166; zustimmend bereits Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 240.

229 Dazu schon oben bei Ziff. IV. 1. c) bb).

nachzukommen.²³⁰ Es sind dabei „geeignete Daten“ zu verwenden, die Informationen über die Kredithistorie enthalten.²³¹ Buchstabe a und b betreffen die Erfolgswahrscheinlichkeit der jeweils begünstigten Finanzierungsprojekte und dürften für den Schwarmfinanzierungsdienstleister schwieriger fassbar sein – dies ua angesichts der Heterogenität der über der Plattform finanzierten Projekte und des großen Unsicherheitenmoments, das jungen, innovativen und bisher unbewährten Projekten innewohnt. Es kann demnach nicht darum gehen, das Kreditrisiko mit mathematischer Präzision zu bestimmen. Da Art. 6 Abs. 1 lit. a ECSP-VO vom Schwarmfinanzierungsdienstleister allerdings nur verlangt, eine Zinsspanne festzulegen („Mindest- und Höchstzinssatz“), ist eine solche Präzision bei der Bewertung des Kreditrisikos regelmäßig auch nicht erforderlich.

Weiterhin sieht Art. 6 Abs. 2 UAbs. 3 ECSP-VO die Pflicht des Plattformbetreibers vor, dem Anleger **offenzulegen, welche (Berechnungs-)Methoden** verwendet wurden, um die Anforderung des Art. 6 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO zu erfüllen. Im Lichte von ErwGr 41 ECSP-VO gesehen dürfen diese Informationen generisch gehalten sein, um die Offenlegung von sensiblen Geschäftsinformationen und entmutigende Wirkungen (chilling effects) für Innovationsbestrebungen zu verhindern.²³² Im Widerspruch zu dieser Auslegungsrichtung stehen die Transparenzpflichten hinsichtlich der (bisweilen technischen) Methodeninformationen, die für den durchschnittlichen Anleger einen geringen Bedeutungsgehalt haben – insbesondere im Zusammenhang mit der standardisierten und automatisierten Kreditportfolioverwaltung, welche ja Gegenstand des Art. 6 ECSP-VO ist. In Kapitel II der DelVO 2022/2118 ist nämlich sogar vorgegeben, „Elemente, einschließlich des Formats, die in die Beschreibung der Methode zur Kreditrisikobewertung aufgenommen werden müssen“ offenzulegen. Es werden hier ausführliche Beschreibungspflichten statuiert, welche nach Art. 6 Abs. 1 DelVO 2022/2118 – in bisher unbekannter Detailliertheit – auch die Information über die „Verwendung von Modellen“ gegenüber Endanlegern zu umfassen haben. So spezifische Informationen werden sich Wettbewerber mit Interesse anschauen, nicht jedoch die Anleger. Damit entsteht aufseiten der Schwarmfinanzierungsdienstleister die Schwierigkeit, einerseits im Eigeninteresse die Informatio-

230 Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 240.

231 Hierzu Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 163, 167.

232 Unmittelbar scheint der Erwägungsgrund nur auf die Informationspflicht in Art. 19 Abs. 5 ECSP-VO abzielen, ist hier aber sinngemäß zu berücksichtigen.

IV. Organisatorische und betriebliche Anforderungen

nen generisch genug zu halten, andererseits aber ausreichend spezifisch zu sein, um den gesetzlichen Anforderungen zu genügen.

Offenzulegen sind gemäß Art. 6 Abs. 1 DelVO 2022/2118 die Quelle der Daten, die als Input für die Modelle verwendet wurden (lit. a), der Rahmen zur Gewährleistung der Qualität der Input-Daten (lit. b), das Vorhandensein geeigneter Governance-Regelungen für die Gestaltung und Verwendung solcher Modelle (lit. c) sowie der Rahmen, mit dem sichergestellt wird, dass die Qualität des Modell-Outputs regelmäßig bewertet und validiert und gegebenenfalls überprüft wird (lit. d). In Bezug auf „automatisierte Modelle“ macht Art. 6 Abs. 2 DelVO 2022/2118 noch weitergehende Anforderungen.

c) Aufzeichnungspflichten

Im Zusammenhang mit der individuellen Verwaltung eines Kreditportfolios hat der Schwarmfinanzierungsdienstleister – hinsichtlich des Mandats und der einzelnen im Portfolio befindlichen Kredite – gemäß Art. 6 Abs. 3 ECSP-VO **Aufzeichnungen** zu führen. Diese sind **für drei Jahre** auf einem dauerhaften Datenträger iSd Art. 2 Abs. 1 lit. p ECSP-VO vorzuhalten, beginnend mit Fälligkeit der Rückzahlungspflicht aus dem Kreditvertrag (Art. 6 Abs. 3 S. 2 ECSP-VO).²³³

d) Informationspflichten

Gemäß Art. 6 Abs. 4 ECSP-VO sind dem Anleger „regelmäßig und auf Anfrage“ zahlreiche²³⁴ **Informationen über das verwaltete Portfolio** bereitzustellen, die sich kategorial wie folgt zusammenfassen lassen: (i) Bestands- und Risikobegrenzungsinformationen (lit. a, d und e), (ii) Angaben über Zinssatz, Risikomerkmale und -indikatoren (lit. b, c, f), (iii) Kostenfaktoren (lit. g) sowie (vi) Angaben über die durchgeführten Kreditbewertungen und getroffenen Prognosen (lit. h). Umfassende Konkretisierungen hinsichtlich des Informationsinhalts und etwaigen Berechnungsmethoden enthalten in Kapitel III die Artt. 8 ff. DelVO 2022/2118. Der Zweck der nach Art. 6 Abs. 4 ECSP-VO geschuldeten Informationen besteht darin, dem Anleger auf klarem und einfachem Wege die Risikostruktur des

233 Näher zu den Aufzeichnungspflichten unten Ziff. V. 7.

234 Kritisch Dietz Legind/Minto Law and Economics Yearly Review 2021, 142, 161: „very heavy set“.

Portfolios vor Augen zu führen und auch eine Vergleichbarkeit zwischen den Portfolien herzustellen – sei es plattformintern oder plattformübergreifend.²³⁵ Von der EBA betont wurde zudem die Bedeutung der Angaben nach Art. 6 Abs. 4 lit. f ECSP-VO über „jeglichen Zahlungsverzug des Projektträgers bei Kreditverträgen in den letzten fünf Jahren“. Obgleich die EBA konstatiert, es sei womöglich schwierig, solche Informationen zu erlangen, wird ihre Relevanz für die Verhinderung von Negativausleser und einem Akerlofschen „Zitronenmarkt“ (*race to the bottom*) hervorgehoben.²³⁶

Die Informationen sind auf **elektronischem Wege zur Verfügung zu stellen**, deswegen bietet es sich an, im Nutzerbereich der Plattform-Internetseite ein (graphisch aufgearbeitetes) **Dashboard**²³⁷ zu erstellen, das der Anleger nach Belieben abrufen kann. Problematisch an dieser Lösung ist allerdings der Wortlaut des Art. 6 Abs. 4 ECSP-VO, da mit „zur Verfügung stellen“ im Unionsrecht regelmäßig die aktive Übermittlung gemeint ist,²³⁸ während ein Dashboard nur einem „Bereitstellen“ entsprechen würde. Eine praktikable Lösung ist es, die geschuldeten Informationen dem Anleger regelmäßig per E-Mail, etwa in Form eines monatlichen Reportings, zu übermitteln und ihm die Option einzuräumen, die Informationsmail abzubestellen und insoweit auf ein eigeninitiatives Aufrufen umzustellen.

e) Notfallfonds

Schwarmfinanzierungsdienstleistern ist es gemäß Art. 6 Abs. 5 ECSP-VO freigestellt, in Verbindung mit der individuellen Verwaltung von Kreditportfolien einen Notfallfonds einzurichten und zu betreiben. Dieser hat den Zweck, **Anleger im Falle eines Kreditausfalls zu entschädigen** und so das Verlustrisiko zu begrenzen.

Das offensichtliche *verhaltenspsychologische* Risiko eines solchen Notfallfonds besteht darin, dass sich die Anleger in Sicherheit wiegen, infolgedessen übermäßige Risiken eingehen oder ihre Investition in der fehlerhaften Annahme garantierter Zahlungen tätigen. Deshalb werden

235 Vgl. insoweit EBA/RTS/2021/11, S. 9 (Ziff. 15).

236 EBA/RTS/2021/11, S. 9 (Ziff. 17). Grundlegend zur Theorie vom „Zitronenmarkt“ Akerlof Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488–500.

237 Bisweilen auch als „Cockpit“ bezeichnet.

238 Exemplarisch BT-Drs. 17/12637, S. 55 (zu § 312f BGB).

den Schwarmfinanzierungsdienstleister hinsichtlich der Notfallfonds nach Art. 6 Abs. 5 f. ECSP-VO verschiedene **Informations- und Hinweispflichten** auferlegt, die zugleich sicherstellen, dass Plattformbetreiber die mit der Investition verbundenen Risiken nicht verharmlosen können.²³⁹ Art. 6 Abs. 5 lit. a ECSP-VO schreibt den Schwarmfinanzierungsdienstleister vor, einen spezifischen **Risikohinweis** zu veröffentlichen, der deutlich macht, dass **kein Zahlungsanspruch** gegen den Notfallfonds besteht und dass auch die Auszahlungshöhe im Ermessen des Notfallfondsbetreibers steht.²⁴⁰

Weiterhin ist gemäß Art. 6 Abs. 5 lit. b ECSP-VO eine „**Beschreibung der Notfallpolitik**“ offenzulegen, womit zum Beispiel gemeint ist, dass die Aspekte zu erläutern sind, die der Betreiber des Notfallfonds berücksichtigt, wenn er entscheidet, ob und wie er seinen Ermessensspielraum in Bezug auf Auszahlungen aus dem Fonds nutzen will (Ziff. iv). Darüber hinaus ist auch über die Quelle der Fondsmittel (Ziff. i), über die Eigentümerstellung (Ziff. iii) sowie über die Verwaltung und die Entscheidungswege innerhalb des Fonds (Ziff. ii, v), zuletzt über den Umgang mit den Mitteln bei Insolvenz des Notfallfondsbetreibers (Ziff. vi) zu informieren. Hintergrund dieser Informationen dürfte die Annahme sein, sie helfen den Anleger abzumessen, wie wahrscheinlich eine Risikenübernahme durch den Notfallfonds ist. Eine ähnliche Stoßrichtung haben die nach Art. 6 Abs. 6 ECSP-VO vierteljährig der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellten Informationen über die Ausstattung des Fonds sowie über die geleisteten Zahlungen, jeweils im Verhältnis zu den relevanten Krediten betrachtet.

Welche Regelungen, Verfahren und organisatorische Vorkehrungen für Notfallfonds **im Detail** erforderlich sind, wird auf **Level 2** in Kapitel IV der DelVO 2022/2118 (Artt. 15–21) ausgeführt.

239 EBA/RTS/2021/11, S. 10; ebenso Izzo-Wagner/Otto BKR 2022, 163, 168.

240 Der gesetzlich vorgeschriebene Text des Risikohinweises lautet: „Der von uns angebotene Notfallfonds begründet keinen Zahlungsanspruch; selbst wenn Sie einen Verlust erleiden, erhalten Sie möglicherweise keine Auszahlung. Die Höhe des möglicherweise ausgezahlten Betrags sowie die Entscheidung, keine Zahlung zu leisten, liegt im alleinigen Ermessen des Betreibers des Notfallfonds. Aus diesem Grund sollten sich Anleger bei der Überlegung, ob und in welcher Höhe angelegt werden soll, nicht auf etwaige Auszahlungen aus dem Notfallfonds verlassen.“

5. Interessenkonflikte (Art. 8 ECSP-VO)

Wie dies auch sonst im Kapitalanlagerecht bekannt ist, enthält die ECSP-VO verschiedene Regelungen, die es verhindern sollen, dass sich finanzielle Anreize sowie sonstige Umstände negativ auf die Neutralität und Objektivität der Dienstleistung oder auf die Interessen des Anlegers auswirken. Im Einklang mit der plattformrechtlichen Intention sollen Schwarmfinanzierer bloß als „neutrale Vermittler“ zwischen Projektträger und Anleger auftreten (vgl. ErwGr 26 S. 1 ECSP-VO). Zentraler Tatbestand ist diesbzgl. Art. 8 ECSP-VO.

a) Beteiligungsverbot

In Art. 8 Abs. 1 ECSP-VO wird den Plattformbetreibern untersagt, „Beteiligungen an den Schwarmfinanzierungsangeboten auf ihren Schwarmfinanzierungsplattformen“ zu halten. Grund für dieses **Beteiligungsverbot** ist die Befürchtung, aufseiten des Plattformbetreibers könnten aufgrund der Eigeninvestitionen die Anleger benachteiligende Interessenkonflikte entstehen.²⁴¹ So könnte dem Dienstleister daran gelegen sein, dass die Anleger zunächst jene Projekte (voll-)finanzieren, an denen der Plattformbetreiber selbst beteiligt ist, unabhängig davon, ob sie der Risikotragfähigkeit und Risikobereitschaft des Anlegers am besten entsprechen.

Diese Begründung ist nachvollziehbar, letztlich aber – verhaltensökonomisch gesehen – nicht durchschlagend. Naheliegender wäre vielmehr ein *Beteiligungsgebot* gewesen. Aufseiten des Dienstleisters entstünde durch eine solche Beteiligung „**skin in the game**“;²⁴² ein Projektfehlschlag würde nicht nur die Anleger, sondern auch ihn treffen.²⁴³ Dadurch wäre er erheblichen Anreizen ausgesetzt gewesen, seinen Beitrag für eine erfolgreiche Projektabwicklung beizutragen, etwa indem er das Projekt des Kreditnehmers und den Projektträger vor Angebotsfreischaltung mit ausreichender

241 In diese Richtung bereits Danwerth ZBB 2016, 20, 37, 39, der damit bereits den „Anschein von Interessenkonflikten“ vermieden wissen will.

242 Casper, FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197, 201; Will/Quarch WM 2018, 1481, 1482, 1488. Allgemein dazu Taleb, *Skin In The Game – Hidden Asymmetries In Daily Life*, 2018.

243 So hat auch die EBA als einen Grund der Regulierung von Schwarmfinanzierungsdienstleister den Umstand gesehen, dass die Plattformbetreiber bis dato ein vergleichsweise geringes Risiko trugen, während alle Risiken beim Anleger blieben; vgl. EBA/RTS/2021/11, S. 3.

Tiefe und Ernsthaftigkeit prüft. Ein Beteiligungsgebot hätte also dazu geführt, dass die Interessen von Plattformbetreiber und Anleger in stärkerem Maße gleichgerichtet verlaufen wären. Fehlt es an einer eigenen Risikenbeteiligung, dann hat der Plattformbetreiber hinsichtlich notleidender Projekte zunächst nur mit Reputationsrisiken zu rechnen,²⁴⁴ die gemeinhin eine schwächere Anreizwirkung haben und die sich in der Regel nur mit gewisser Verzögerung bei den Anlegern bemerkbar machen. Dadurch können sich kurzfristige Präferenzen und Einnahmeninteressen im Vergleich zum langfristigen Interesse, einen guten Ruf zu haben, überproportional auswirken.²⁴⁵ Dem wirken auch die Sanktionen nach § 120b Abs. 2 WpHG iVm Art. 5 f., 39 ECSP-VO nicht ausreichend entgegen, da die behördliche Aufdeckung von Prüfungsmängeln aus Anlegersicht meist zu spät kommt, um substantielle Verluste zu vermeiden.

Vorstehendes sei nach der Stellungnahme der ESMA im Q&A dadurch abgemildert, dass sich mit dem Dienstleister (eng) verbundene Unternehmen als Anleger in Projekten beteiligen können.²⁴⁶ Voraussetzung sei nur die Einhaltung der weiteren in Art. 8 ECSP-VO, insbesondere in Abs. 2–5 und 6 festgelegten Anforderungen. Zudem sei es untersagt, die in Art. 8 Abs. 4 ECSP-VO eingeräumten Spielräume hinsichtlich der organisatorischen Anforderungen sowie der Gründung von Gesellschaften zur Umgehung des normierten Beteiligungsverbots zu nutzen.²⁴⁷

b) Grenzen personeller Verflechtungen

In Art. 8 Abs. 2 lit. a–c ECSP-VO wird ausgeführt, welche personellen oder konzernmäßigen Verflechtungen zum Schwarmfinanzierungsdienstleister als kritisch angesehen werden und dazu führen, dass Personen, die dem Lager des Plattformbetreibers angehören (Anteilseigner, Mitglieder der Geschäftsleitung etc.), nicht als *Projekträger* zugelassen werden dürfen (**Verflechtungsverbot**). Im nationalen Recht sind ähnliche Verflechtungs-

244 Allgemein zum Reputationsinteresse von Plattformen Klöhn ZBB 2012, 237, 265; siehe auch Danwerth ZBB 2016, 20, 36; Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 151 f. Zum Reputationsinteresse von Informationsintermediären siehe auch Leyens, FS H-B Schäfer, 2008, S. 159, 161.

245 Schedensack, Crowdfunding, 2018, S. 152 f.

246 Vgl. dazu und zum Folgenden ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 5.15, wo bei der Fragestellung explizit auf die Legaldefinition „enge Verbindungen“ iSv Art. 4 Abs. 1 Nr. 35 lit. b MiFID II Bezug genommen wird.

247 Letzteres soll laut Q&A durch die nationalen Aufsichtsbehörden überwacht werden.

verbote aus § 2a Abs. 5 VermAnlG bekannt, welcher nicht abschließende Regelbeispiele enthält und Interessensverflechtungen rechtlicher und tatsächlicher Art gleichermaßen vermeiden möchte.²⁴⁸ Hintergrund des Verflechtungsverbots dürfte die auch hinter § 2a Abs. 5 VermAnlG stehende Befürchtung sein, die Schwarmfinanzierungsplattform könne andernfalls lediglich als Vertriebsvehikel für den Projektträger fungieren – mit der Konsequenz, dass bei einem solchen Eigenvertrieb keine objektive Entscheidung über die Aufnahme oder Ablehnung des Schwarmfinanzierungsangebots stattfände.²⁴⁹ Dies wiederum könnte den Vertrieb ungeeigneter Produkte bedingen.²⁵⁰

Von Art. 8 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO werden abweichend zum soeben Gesagten nur **Offenlegungspflichten** statuiert, sofern die in UAbs. 1 benannten Personen als *Anleger* zugelassen werden. Hintergrund dieser Regulierung dürfte die Annahme des Ordnungsgebers sein, diese Personen könnten aufgrund ihrer Verflechtung zur Plattform einen privilegierten Zugang zu Informationen erhalten (vgl. Art. 8 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO aE), während aber die Verordnung eine Gleichbehandlung aller Anleger anstrebt.²⁵¹ Auf Anlegerseite besteht nur eine relative Verflechtungsuntersagung, denn wie Art. 8 Abs. 2 UAbs. 2 ECSP-VO deutlich macht, ist es möglich, die in Absatz 2 lit. a–c genannten Personen zuzulassen, wenn *erstens* die Verflechtung offengelegt ist und *zweitens* geeignete Maßnahmen ergriffen wurden, die auch unter diesen Umständen eine Gleichbehandlung aller Anleger gewährleisten. Für eine solche Öffnung zugunsten einer Verflechtung zwischen Schwarmfinanzierungsdienstleister und finanziertem Projekt lässt sich als Argument anführen, es stehe zu vermuten, dass dies mittelbar positive Anreize bei der Eignungs- und Zulassungsprüfung des Projekts und des Projektträgers zeitigt.

c) Organisatorische Anforderungen

Schwarmfinanzierungsdienstleister haben nach dem bewährten finanzmarktrechtlichen Grundsatz gegen etwaige Interessenkonflikte **interne Prozessregeln** aufzustellen, die solche Konflikte verhindern sollen (Art. 8 Abs. 3 ECSP-VO), und durch geeignete organisatorische Maßnahmen und

248 OLG Frankfurt a.M. BKR 2022, 731 mAnm Denga BKR 2022, 735.

249 Vgl. OLG Frankfurt a.M. BKR 2022, 731 (LS 3).

250 OLG Frankfurt a.M. BKR 2022, 731, Rn. 27.

251 So schon Linardatos/Pfisterer/Pfurtscheller LJZ 2022, 234, 241.

Vorkehrungen haben sie gemäß Art. 8 Abs. 4 ECSP-VO **etwaige Konflikte zu vermeiden, zu erkennen, zu beheben** oder – als *ultima ratio* – nach Absatz 5 offenzulegen (dazu sogleich). Interessenkonflikten ist demnach durch präventive und iterative Maßnahmen sowie durch Governance-Strukturen (zB Chinese Walls) vorzubeugen, und sie sind dort, wo sie entstanden sind, soweit möglich wieder auszuschalten. Es handelt sich dabei um eine Daueraufgabe der Geschäftsleitung des Schwarmfinanzierungsdienstleisters, die von einer *tone from the top* abhängig ist. Detailanforderungen für die internen Regeln sowie die zu treffenden Vorkehrungen finden sich auf **Level 2** in Art. 1 f. der DelVO 2022/2111.

Die organisatorischen Anforderungen des Art. 8 Abs. 3, 4 ECSP-VO sind Ausdruck des fremdnützigen Dienstleistungsvertrags zwischen Anleger und Plattformbetreiber, indem die Plattfortmätigkeiten am Interesse des Vermögensinhabers auszurichten sind.²⁵² Es sind solche (eigennützigen) Verhaltensweisen zu verhindern, die den Vermögensinteressen des Anlegers zuwiderlaufen. Etwaige Konfliktlagen ohne Benachteiligungspotential sind von diesen Grundsätzen nicht erfasst;²⁵³ bloße Vorteile aufseiten der Schwarmfinanzierungsdienstleister ohne Nachteile für die Anleger sind demnach unproblematisch.

d) Offenlegungspflichten

Etwaige Interessenkonflikte sind vom Schwarmfinanzierungsdienstleister gemäß Art. 8 Abs. 5 ECSP-VO nach Art und Ursache offenzulegen. Dabei ist auch zu erläutern, welche Maßnahmen ergriffen wurden, um die Konfliktlage abzuschwächen. Die Angaben sind den Kunden gegenüber zu erbringen – also gegenüber den Anlegern wie auch den Projektträgern. Vom Gesetz wird nicht vorgegeben, die Kunden darüber zu informieren, wie sich die offengelegten Informationen auswirken. **Teleologisch** sind solche Erläuterungen indes sinnvoll, denn die Marktteilnehmer sollten nicht mit Angaben behelligt werden, die sie inhaltlich nicht einordnen können. Für dieses Verständnis spricht auch Art. 8 Abs. 6 lit. b ECSP-VO.

252 Allgemein zur Vermögensverwaltung siehe F. Schäfer in Schäfer/Sethe/Lang, HdB Vermögensverwaltung, 3. Auflage 2022, § 10 Rn. 33 ff.

253 Im Ergebnis U. Schäfer in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, § 23 Rn. 87; so auch zu WealthTech-Diensten Herresthal in Linardatos, Rechts-HdB Robo Advice, 2020, § 9 Rn. 50 f.; zustimmend Linardatos in Ebers, Stichwortkommentar LegalTech, Kap. 84 Rn. 40.

Danach bestimmt sich der Umfang der offengelegten Informationen nach Art des Kunden und mit dem Ziel, eine „Entscheidung in Kenntnis der Sachlage“ zu ermöglichen. Die Erreichbarkeit dieses Ziels hängt offensichtlich nicht nur vom Umfang der gewährten Information, sondern auch vom Erklärungsgehalt ab.

Gemäß Art. 8 Abs. 5 UAbs. 2 ECSP-VO erfolgt die Offenlegung an gut sichtbarer Stelle auf der Internetseite der Plattform sowie, gemäß Art. 8 Abs. 6 lit. a ECSP-VO, auf einem dauerhaften Datenträger. Die Kunden müssen demnach die Informationen in einem plattformunabhängigen Dateiformat (zB PDF) herunterladen können. Weitere Modalitäten sollen gemäß Art. 8 Abs. 7 lit. c ECSP-VO aus den technischen Regulierungsstandards folgen, die indes im konkreten Fall in Art. 3 DelVO 2022/2111 über eine Wiederholung der Vorgaben des Art. 8 Abs. 5, 6 ECSP-VO nicht hinausgehen.

6. Auslagerung (Art. 9 ECSP-VO)

In Art. 9 ECSP-VO werden – wie in § 40 WpIG – Regeln für das Outsourcing getroffen, also wenn Crowdfundingdienstleister einen Dritten zur Erledigung operativer Aufgaben einsetzen. Dass dieses Thema für die Schwarmfinanzierung von besonderer Relevanz ist, erklärt sich aus der digitalen Natur der erbrachten Dienstleistungen und der damit verbundenen Nutzung externer Dienste wie Cloud-Services.

a) Allgemeine Vorgaben

Nach dem sehr weitgehenden Wortlaut von Art. 9 ECSP-VO sind alle „betrieblichen Aufgaben“ erfasst,²⁵⁴ wobei Dritte vom Dienstleister selbstverständlich ganz oder teilweise mit betrieblichen Aufgaben betraut werden können (ErwGr 27 ECSP-VO). Wie weit diese Auslagerung gehen kann, ist im Einzelnen streitig (siehe zur Heranziehung von vertraglich gebundenen Vermittlern sogleich *b*). Fest stehen dürfte, dass Funktionen, die von vornherein von anderen Dienstleistern im Zusammenhang mit Crowdfunding

254 Dazu auch Lieveise/Pronk in Ortolani/Louise, *The EU Crowdfunding Regulation*, 2021, Rn. 8.56 und 8.59: „quite liberal“.

erbracht werden (zB Zahlungsdienste), nicht zu den operativen Tätigkeiten zählen.²⁵⁵

Für den Auslagerungsfall sieht Art. 9 Abs. 1 ECSP-VO vor, dass alle **angemessenen Vorkehrungen** getroffen werden müssen, um zusätzliche Geschäftsrisiken zu vermeiden.²⁵⁶ Dies wird in erster Linie klare Service Level Agreements (SLA) erfordern.²⁵⁷ Aufgrund des Angemessenheitsvorbehalts bestimmen sich die konkret zu treffenden Vorkehrungen einzelfallabhängig. Übergreifend statuiert wird allerdings, dass die Auslagerung **keine Auswirkungen auf die Qualität der internen Kontrolle des Schwarmfinanzdienstleisters und Kontrollmöglichkeiten der zuständigen Behörde**, die Einhaltung der ECSP-VO zu überprüfen, haben darf (Art. 9 Abs. 2 ECSP-VO). Auch dies wird bereits beim Abschluss eines SLA zu berücksichtigen sein. Schließlich bleiben Schwarmfinanzierungsdienstleister nach Art. 9 Abs. 3 ECSP-VO für die Einhaltung der Verpflichtungen aus der ECSP-VO **voll verantwortlich**. Damit wird wohl nur klargestellt, dass etwaige Verwaltungsanktionen im Falle von Verordnungsverstößen gegen den Schwarmfinanzierungsdienstleister verhängt werden.

Zu beachten ist, dass es mit dem im Rahmen des Digital Finance Package vorgeschlagenen und kürzlich angenommen Digital Operational Resilience Act (**DORA**) zusätzliche betriebliche Aufgaben entstehen. Mit DORA werden die Anforderungen an die „Betriebsstabilität“ digitaler Systeme künftig für alle EU-Finanzunternehmen gesamtheitlich geregelt, inkl. Schwarmfinanzdienstleister.²⁵⁸ Ähnlich wie nach den bestehenden Auslagerungsleitlinien der EU-Aufsichtsbehörden,²⁵⁹ haben Crowdfundingdienstleister hiernach das von IKT-Drittanbietern ausgehende Risiko im Einklang mit gewissen allgemeinen Grundsätzen und als integralen Bestandteil des IKT-Risikomanagementrahmens zu steuern (Art. 28 DORA). Außerdem müssen Outsourcing-Verträge nach harmonisierten Vertragsinhalten gestaltet werden (Art. 30 DORA), was gerade auch eine Kooperationspflicht des Drittdienstleisters mit der Aufsicht zu beinhalten hat (Abs. 2 lit. g).

255 Diesbzgl. ist etwa auf die Bestimmungen zu Nebendienstleistungen in Art. 10 ECSP-VO zu verweisen, siehe bei Ziff. IV. 7.

256 Ebenso Lieverse/Pronk in Ortolani/Louise, *The EU Crowdfunding Regulation*, 2021, Rn. 8.57.

257 Dies hat IOSCO etwa im Zusammenhang mit dem Einsatz von KI hervorgehoben; vgl. IOSCO, FR06/2021, Measure 4.

258 Siehe Art. 2 Abs. 1 lit. s DORA.

259 Vgl. Scott, *The E.U.'s Digital Operational Resilience Act: Cloud Services & Financial Companies*, August 2021, 14.

b) Bestellung vertraglich gebundener Vermittler als Auslagerung?

Anders als nach Art. 29 MiFID II bzw. § 28 WpIG stellt die ECSP-VO keinen Rahmen für die Heranziehung von vertraglich gebundenen Vermittlern bereit, so dass es Schwarmfinanzierungsdienstleistern *prima facie* nicht gestattet scheint, dritte Vermittler zu bestellen. Auch nach Ansicht der ESMA können vertraglich gebundene Vermittler im Anwendungsbereich der ECSP-VO keine Schwarmfinanzierungsdienstleistungen im Namen („on behalf“) eines Plattformbetreibers erbringen, sondern nur zur Förderung/Werbung der Dienstleistungen des Schwarmfinanzierers eingesetzt werden.²⁶⁰ Eine solche Tätigkeit würde dem nationalen Recht unterliegen.

In der Literatur bestehen infolgedessen **unterschiedliche Meinungen**, ob Schwarmfinanzierungsleistungen im Wege der Auslagerung durch gebundene Vermittler erbracht werden können. Während nach einer Ansicht das „Auslagerungs-Modell“²⁶¹ bzw. eine offene Stellvertretung eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters bei der Entgegennahme von Zeichnungserklärungen zulässig wäre, gelte nach anderer Ansicht, dass eine Auslagerung nur dann möglich ist, wenn der Auslagerungsnehmer über eine entsprechende eigene Erlaubnis verfügt.²⁶²

7. Erbringung von „Nebendienstleistungen“ (Art. 10 ECSP-VO)

Art. 10 ECSP-VO regelt die mit Schwarmfinanzierungen in aller Regel verbundenen „Nebendienstleistungen“.²⁶³ Es handelt sich hierbei (i) um die Verwahrung des Kundenvermögens und (ii) um Zahlungen. Während die genannten Dienstleistungen in der ECSP-VO nicht näher definiert werden, wird – wie sogleich noch näher auszuführen ist – zumindest implizit klargestellt, dass es sich bei der Vermögensverwahrung um Tätigkeiten

260 Dazu und zum Folgenden ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.6.

261 Siehe näher Riethmüller BKR 2022, 149, 152.

262 So Izzo-Wagner/Otto, Crowdfunding-Verordnung (ECSPR) und gebundener Vermittler: Passt das zusammen und wenn ja, wie?, 10. Juni 2022, <https://paytechlaw.com/crowdfunding-verordnung-ecspr-gebundener-vermittler/>, denen zufolge ein Outsourcing von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen damit erschwert oder ganz blockiert sei, weshalb als Alternativlösung noch dreiseitige Verträge in Frage kommen würden.

263 Dieser Überbegriff wird auch von der österreichischen FMA verwendet, siehe <https://www.fma.gv.at/finanzdienstleister/crowdfunding-dienstleister/europaeische-crowdfunding-dienstleister-nach-ecsp-vo/>.

iSv Anhang I Nr. 12 CRD IV²⁶⁴ bzw. Anhang I, Abschnitt B Nr. 1 der MiFID II²⁶⁵ handelt und dass mit „Zahlungsdiensten“ alle in Anhang I der PSD II aufgeführte Dienste gemeint sind.²⁶⁶

a) Dienstleistungsübergreifende Informationspflichten

Nach Art. 10 Abs. 1 ECSP-VO müssen Schwarmfinanzierungsdienstleister ihre „Kunden“, also sowohl Anleger als auch Projektträger, über die erbrachten Nebendienstleistungen unterrichten. Gefordert sind einestei**ls Informationen über die Dienstleistungsart, Geschäftsbedingungen** wie auch über die **einschlägigen nationalen Rechtsgrundlagen** (lit. a); andernteils, ob die Verwahrung des Kundenvermögens und die Ausführung von Zahlungsdiensten durch den **Dienstleister selbst oder durch Dritte** erbracht wird (lit. b).

b) Einlage- und Verwahrregime beim Crowdfunding

Nur für den Fall der Ausführung von Zahlungsvorgänge iZm der anlagebasierten Schwarmfinanzierung sieht Art. 10 Abs. 2 ECSP-VO vor, dass eine **Hinterlegung der Geldbeträge** entweder bei einer Zentralbank oder einem zugelassenen Kreditinstitut zu erfolgen hat.

Spezielle Anforderungen bestehen gemäß Art. 10 Abs. 3 ECSP-VO weiterhin **in Bezug auf die Vermögensverwahrung** von auf der Plattform angebotenen Wertpapieren oder zugelassenen Instrumenten. Auf den ersten Blick könnte Art. 10 Abs. 3 S. 1 Hs. 2 iVm Abs. 3 S. 2 ECSP-VO so zu verstehen sein, dass eine Verwahrung stets nur durch *Verbuchung* in einem für den Anleger eröffneten *Konto für Finanzinstrumente* oder mittels *physischer Übergabe* an eine „qualifizierte Verwahrstelle“²⁶⁷ zu erfolgen hat, die nach der Richtlinie 2013/36/EU oder 2014/65/EU zugelassen ist. Allerdings

264 „Wertpapieraufbewahrung und -verwaltung“.

265 „Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten für Rechnung von Kunden, einschließlich Depotverwahrung und verbundener Dienstleistungen wie Cash-Management oder Sicherheitenverwaltung und mit Ausnahme der Bereitstellung und Führung von Wertpapierkonten auf oberster Ebene („zentrale Kontenführung“) gemäß Abschnitt A Nummer 2 des Anhangs zur Verordnung (EU) Nr. 909/2014“.

266 Letzteres beiläufig erwährend auch ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.4.

267 Ausdruck in ErwGr 28 ECSP-VO.

wird in ErwGr 28 S. 3 ECSP-VO bzgl. der **Art der Verwahrung** bestimmt, dass abhängig von den konkreten Vermögenswerten entweder im bereits erwähnten Sinn zu verwahren ist oder Vermögenswerte (nur) einer Überprüfung des Eigentums und der Aufbewahrung von Aufzeichnungen unterliegen müssen.²⁶⁸ Nach ErwGr 28 S. 4 ECSP-VO soll eine Verwahrung von Anlagen, die nach nationalem Recht *nur beim Projektträger oder einem Bevollmächtigten registriert* sind oder die auf einem *individuell getrennten Konto* (in Form eines „Individual Segregated Accounts“) *bei einem Zentralverwahrer*²⁶⁹ gehalten werden, gleichwertig zur Vermögensverwahrung durch qualifizierte Verwahrstellen sein. In diesem Fall haben Schwarmfinanzierungsdienstleister im Einklang mit Art. 10 Abs. 1 ECSP-VO im besonderen Maße die Pflicht, Kunden hinsichtlich der Verwahrungsdienstleistungen nach nationalem Recht zu informieren.²⁷⁰

Aus Art. 10 Abs. 3 ECSP-VO folgt noch, dass die Verwahrung bei vorhandener Zulassung sowohl vom Schwarmfinanzierungsdienstleister oder von einem Dritten erbracht werden kann. Anders als im OGAW-Rahmenwerk besteht **kein Trennungsprinzip** zwischen der Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen (durch den Plattformbetreiber) und der Verwahrung/Kontrolle (durch die Verwahrstelle).

So gesehen kann eine Vermögensverwahrung entweder durch (i) den Schwarmfinanzierungsdienstleister (wenn eine MiFID II/CRD-Zulassung vorliegt), (ii) durch einen zugelassenen Drittdienstleister oder – bei entsprechenden nationalen Voraussetzungen – (iii) durch den Projekteigentümer bzw. seinen Bevollmächtigten sowie (iv) durch einen Zentralverwahrer erfolgen.

c) (Organisations-)Anforderungen für Zahlungsdienste

Die ECSP-VO sieht für die Durchführung der mit Schwarmfinanzierungsdienstleistungen verbundenen Zahlungstransaktionen **zwei Optionen** vor:

Erstens kann ein Schwarmfinanzierungsdienstleister die Zahlungsdienste **selbst oder über einen Dritten** erbringen. Grundvoraussetzung ist hierfür nach Art. 10 Abs. 4 ECSP-VO eine **Zulassung als Zahlungsdienstleister** nach der PSD II. Wie in ErwGr 29 S. 1 ECSP-VO betont und von

268 Für eine Parallele zur Verwahrung von AIFs Majcen ÖBA 2020, 868, 874.

269 Im englischen Verordnungstext ist die Rede von „central securities depository“.

270 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.3.

der ESMA ausdrücklich in ihren Q&As wiederholt wird,²⁷¹ gibt es kein Szenario, in dem ein nicht nach der PSD II zugelassenes Unternehmen Zahlungsdienste erbringen darf. Als einzige Ausnahme fügt ErwGr 29 S. 3 ECSP-VO in diesem Zusammenhang hinzu, dass keine Zulassungspflicht für jene MiFID II-Entitäten besteht, die bereits nach Art. 3 PSD II befreit sind²⁷² und einer Meldepflicht gemäß Art. 37 PSD II unterliegen.

Zweitens – für den Fall, dass ein Schwarmfinanzierungsdienstleister die Zahlungsdienste nicht selbst oder über einen Dritten erbringt – sind im Einklang mit Art. 10 Abs. 5 ECSP-VO (nicht näher spezifizierte) „**Vorkehrungen**“ zu treffen und aufrechtzuerhalten. Laut Verordnungstext ist bei Verwendung solcher „arrangements“ vom Dienstleister (nur) zu gewährleisten, dass Projektträger Finanzmittel oder sonstige Zahlungen²⁷³ auch in diesem Fall nur über zugelassene Dienstleister iSd PSD II annehmen. Von der ESMA wurde dies dahingehend konkretisiert, dass im Rahmen der Vorkehrungen vom Schwarmfinanzierungsdienstleister zu überprüfen ist, dass der vom Projekteigentümer ausgewählte Zahlungsdienstleister ordnungsgemäß zugelassen ist. Weiters ist auch eine schriftliche und rechtsverbindliche Vereinbarung mit dem Projektträger abzuschließen, in der sich dieser unwiderruflich verpflichtet, Transfers nur von dem benannten Zahlungsdienstleister (oder unter gewissen Voraussetzungen von einem Ersatzdienstleister) zu akzeptieren. Zuletzt ist die zuständige Behörde vom Plattformbetreiber über das Bestehen der Vorkehrungen zu unterrichten (inkl. Beschreibung der Verfahren und Systeme zur Übermittlung der Anlegerbeträge und der Vergütung für das investierte Kapital).²⁷⁴ Eine Offenlegung der geplanten Organisation der Zahlungsdienste ist aus Aufsichtszwecken bereits im Rahmen des Zulassungsantrags nach Art. 12 Abs. 1 lit. p ECSP-VO vorgeschrieben (vgl. ErwGr 29 S. 3).

271 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.5.

272 Ausgenommen sind gemäß Art. 3 lit. i PSD II „Zahlungsvorgänge im Zusammenhang mit der Bedienung von Wertpapieranlagen, wie z. B. Dividenden, Erträge oder sonstige Ausschüttungen oder deren Einlösung oder Veräußerung, die von den unter Buchstabe h genannten Personen oder von Wertpapierdienstleistungen erbringenden Wertpapierfirmen, Kreditinstituten, Organismen für gemeinsame Anlagen oder Vermögensverwaltungsgesellschaften und jeder anderen Stelle, die für die Verwahrung von Finanzinstrumenten zugelassen ist, durchgeführt werden“.

273 Worin der Unterschied zwischen Finanzmittel („funding“) oder sonstige Zahlungen besteht, wird nicht näher ausgeführt.

274 ESMA35–42–1088, Antwort auf Frage 3.4.

8. Beschwerdemanagementsystem (Art. 7 ECSP-VO)

Schwarmfinanzierungsdienstleister haben gemäß Art. 7 ECSP-VO ein **internes**²⁷⁵ **Beschwerdemanagementsystem**²⁷⁶ zu unterhalten. Der Zweck eines solchen Systems besteht grundsätzlich darin, Kunden *niedrigschwellig* den Zugang zu geeigneten und wirksamen Abhilfemöglichkeiten bezüglich eines als unrechtmäßig erkannten oder empfundenen Plattformverhaltens sicherzustellen. Die Beilegung von Streitigkeiten und die Rechtsdurchsetzung soll dadurch vereinfacht und beschleunigt werden. Ein Beschwerdemanagementsystem hat über die Erfassung und Beilegung von Unmutsäußerungen der Kunden hinaus vitale Funktionen für den Plattformbetreiber: Etwaige Beschwerden enthalten zum einen wichtige Hinweise auf Anforderungen oder Erwartungen ihrer Kunden; zum anderen wird es dem Unternehmen erlaubt, Verbesserungsmöglichkeiten und insbesondere Compliance-relevante Sachverhalte zu identifizieren. Bekannt ist die Pflicht zur Errichtung eines Beschwerdemanagementsystems zB aus Art. 11 der Plattform-to-Business-VO (EU) 2019/1150 (P2B-VO) oder dem jüngst in Kraft getretenen Art. 20 DSA. Unabhängig von etwaigen gesetzlichen Anordnungen existieren bei fast allen größeren Banken²⁷⁷ entsprechende Systeme.

Das Beschwerdemanagementsystem muss zugunsten aller Plattformkunden eingerichtet sein;²⁷⁸ Art. 7 Abs. 1 ECSP-VO differenziert insoweit nicht zwischen Anlegern und Projektträgern. Die Kunden sind gleich zu behandeln, **Diskriminierungen** oder Vorzugsbehandlungen sind mithin **untersagt**. Weiterhin sind die Kundenbeschwerden „einheitlich“ zu bearbeiten, womit ein **Gleichbehandlungsgebot** angesprochen ist: gleiche Sachverhalte sind nicht ohne sachlich gerechtfertigten Grund ungleich zu behandeln.²⁷⁹

275 Gemeint ist damit, dass das Beschwerdemanagementsystem der Unternehmens- und Verantwortungssphäre des Plattformbetreibers zugeordnet sein muss, womit freilich die Inanspruchnahme externer Dienstleister nicht untersagt ist; vgl. zur parallelen Rechtslage zu Art. 11 P2B-VO Alexander in Köhler/Bornkamm/Feddersen, UWG, 40. Auflage 2022, P2B-VO Art. 11 Rn. 14. Siehe auch zur Auslagerung nach Art. 9 ECSP-VO die Ausführungen bei Ziff. IV. 6.

276 Zum Begriff der Beschwerde siehe die Definition in Art. 1 Abs. 1 DelVO 2022/2117 als „Unzufriedenheitsbekundung“ des Kunden.

277 Vgl. Höche in Ellenberger/Bunte, BankR-HdB, 6. Auflage 2022, § 4 Rn. 119.

278 Zum Kundenbegriff oben Ziff. II. 2. b).

279 Dies deuten auch ErwGr 6 und Art. 5 Abs. 1 DelVO 2022/2117 an. Vgl. zum parallelen Grundsatz in der P2B-VO Alexander in Köhler/Bornkamm/Feddersen, UWG, 40. Auflage 2022, P2B-VO Art. 11 Rn. 20.

Vom Schwarmfinanzierungsdienstleister ist ein **wirksames Beschwerdemanagementverfahren** einzurichten. Hierfür ist nicht nur eine professionelle Handhabung der Beschwerden und eine interne Weiterleitung an die geeignete (Fach-)Abteilung notwendig. Vielmehr ist auch eine sachdienliche Gestaltung der Kommunikationsstrecke zum Kunden erforderlich, die insbesondere nicht von Frustrationspotentialen geprägt ist. Dementsprechend sind hinderliche Gestaltungsmuster (*Dark Patterns*)²⁸⁰ wie umständliche Klickwege (*Click Fatigue*) zu unterlassen, die das Ziel haben, den Kunden davon abzuhalten, seine Interessen wahrzunehmen. Solche und ähnliche Gestaltungen sind als verbraucherschutzrelevante Missstände iSd § 4 Abs. 1a S. 2 FinDAG einzustufen und lösen Anordnungsbefugnisse der BaFin aus.

Anknüpfend an das Wirksamkeitserfordernis müssen Beschwerden gemäß Art. 7 Abs. 1 ECSP-VO „umgehend“, nach Art. 7 Abs. 4 ECSP-VO „zeitnah“ bearbeitet werden. Letztlich von beiden Tatbeständen gemeint sein dürfte „ohne schuldhaftes Zögern“. Ein fester Zeitrahmen kann nicht benannt werden, da die Rechts- und Tatsachenfragen, die mit der Beschwerde zusammenhängen, sich in ihrer Komplexität stark unterscheiden können. Das Ergebnis der Beschwerdeprüfung ist dem Beschwerdeführer nach Art. 7 Abs. 4 ECSP-VO aE „innerhalb einer angemessenen Frist“ mitzuteilen, was wenig sinnvoll erscheint. Ist die Entscheidung getroffen, so besteht kein Grund, weiterhin zuzuwarten; das Ergebnis sollte „umgehend“, jedenfalls „zeitnah“ mitgeteilt werden.

Die **aktuellen Verfahrensgrundsätze** des Beschwerdesystems müssen **transparent** und für die Kunden zugänglich sein; weitere Vorgaben macht Art. 1 Abs. 2 ff. DelVO 2022/2117. Der Verordnungsgeber spricht in Art. 7 Abs. 1 ECSP-VO von *veröffentlichten Beschreibungen* des Verfahrens, wobei insoweit unklar bleibt, ob es ausreicht, wenn die Plattformbetreiber die einschlägigen Informationen lediglich in ihren **Allgemeinen Geschäftsbedingungen** bereitstellen oder ob darüber hinaus noch eine **Online-Veröffentlichung** – etwa auf der Internetseite – erforderlich ist. Zutreffend ist – mit Blick auf das Ziel niedrigschwelliger Streitbeilegung und Rechtsdurchsetzung – die letztgenannte Auslegungsrichtung, denn Kunden sind es heutzutage gewohnt, alle gesuchten Informationen über eine Recherche auf den Internetseiten ihrer Vertragspartner auffinden zu können. Dieses Auslegungsergebnis bestätigt Art. 1 Abs. 3 DelVO 2022/2117. Die Beschreibung des Beschwerdeverfahrens ist in den **Sprachen** verfügbar zu machen,

280 Näher dazu Ziff. V. 1. e).

in denen auch die Anlagebasisinformationsblätter und die Marketingmitteilungen verfügbar sind; vgl. Art. 1 Abs. 4 DelVO 2022/2117.

Etwaige Beschwerden sind gemäß Art. 7 Abs. 2 ECSP-VO **entgeltfrei** gestellt. Der Entgelttatbestand ist weit auszulegen. Ausgeschlossen sind monetäre als auch nicht-monetäre Zuwendungen, etwa in Form von Daten. Neben direkten „Beschwerdegebühren“ sind auch etwaige indirekte Kosten untersagt, etwa in Form einer nachrangigen Zuteilung von Schwarmfinanzierungsprojekten oder negativen Zinsanpassung. Über die Entgeltfreiheit ist der Kunde zu informieren (Art. 1 Abs. 2 lit. b DelVO 2022/2117).

Im Sinne des Beschleunigungsgebots hat der Schwarmfinanzierungsdienstleister eine Standardvorlage für Beschwerden zu erstellen und für Kunden verfügbar zu machen (Art. 7 Abs. 3 ECSP-VO). *In praxi* wird der Schwarmfinanzierungsdienstleister ein Online-Formular einrichten oder eine elektronische Datei (zB PDF) anbieten müssen, da gemäß Art. 2 Abs. 1 DelVO 2022/2117 die Übermittlung der Beschwerde in elektronischer Form unter Verwendung des im Anhang enthaltenen **Standardmusters** möglich sein muss. Zwar schließt dies die Verwendung schriftlicher Formulare nicht per se aus. Es wäre aber eine unnötige und in der Zusammenarbeit mit einer Online-Plattform schwerlich nachvollziehbare Umständlichkeit, müsste der Kunde selbst ein Digitalisat seiner Beschwerde erstellen, um es sodann elektronisch übermitteln zu können. Die Beschwerden sind in jeweils der **Sprache** zu akzeptieren, in der es auch eine Verfahrensbeschreibung nach Art. 1 Abs. 4 DelVO 2022/2117 gibt. Über den Eingang der Beschwerde ist eine Bestätigung zu erteilen; weitere Details regeln Art. 3 f. DelVO 2022/2117.²⁸¹

Von Art. 7 ECSP-VO bleibt gänzlich unbestimmt, welche **Entscheidungsmöglichkeiten** dem Schwarmfinanzierungsdienstleister zustehen. Dies ist vor dem Hintergrund konsequent, dass die Sachverhalte zu vieltalgestaltig sind, um abstrakt vorab bestimmen zu können, wie auf eine Beschwerde zu reagieren ist. Feststehen dürfte jedenfalls, dass einer erkannten Pflichtverletzung oder Gesetzesabweichung abgeholfen werden muss. Soweit technische Störungen oder Mängel festgestellt werden, sind diese zu beheben. Zuständig für solche und ähnliche Maßnahmen sind

281 Ua ist auch vorgeschrieben, den Kunden innerhalb von zehn Arbeitstagen darüber zu informieren, ob die eingegangene Beschwerde zulässig ist oder – etwa wegen Unklarheiten – in der Form nicht bearbeitet werden kann. Soweit die Beschwerde Unklarheiten und Lücken aufweist, ist der Schwarmfinanzierungsdienstleister zur Aufklärung angehalten, bevor er die Beschwerde zurückweist (ErwGr 5, Art. 3 DelVO 2022/2117).

IV. Organisatorische und betriebliche Anforderungen

die jeweiligen Fachabteilungen, letztverantwortlich zeichnen sich aber die Geschäftsleiter, die aufgrund der gesellschaftsrechtlichen **Legalitätspflicht** und der externen **Pflichtenbindung** angehalten sind, ein pflichtbewusstes Handeln, Regeltreue und rechtskonformes Verhalten der Gesellschaft zu besorgen.²⁸² Die nach Möglichkeiten allumfassende Antwort auf die Beschwerdepunkte ist gemäß Art. 5 Abs. 1 DelVO 2022/2117 **ausreichend zu begründen**. Diese Begründung ist die Basis für den Kunden, darüber zu entscheiden, ob er weitere Rechtsschritte geht.

9. Prudentielle Anforderungen (Art. 11 ECSP-VO)

Die vom Schwarmfinanzierungsdienstleister vorzuhaltenden **aufsichtsrechtlichen Sicherheiten** betragen gemäß Art. 11 Abs. 1 ECSP-VO mindestens 25.000 EUR (lit. a) oder – falls dieser Betrag höher ist – ein Viertel der jährlich überprüften fixen (geschätzten)²⁸³ Gemeinkosten des Vorjahres, einschließlich der für drei Monate anfallenden Kosten für die Verwaltung von Krediten, wenn der Schwarmfinanzierungsdienstleister auch die Gewährung von Krediten vermittelt (lit. b).

In welcher Form die Sicherheiten zu erbringen sind, regelt Art. 11 Abs. 2 ECSP-VO. In Betracht kommen sowohl Eigenmittel oder Versicherungspolizen als auch Kombinationen dieser beiden Sicherheitenformen. Konkrete Anforderungen an die Versicherungspolizen werden von Art. 11 Abs. 6 f. ECSP-VO gestellt. Wie die für Art. 11 Abs. 1 lit. b ECSP-VO relevanten Gemeinkosten zu berechnen sind, wird von Art. 11 Abs. 8 f. ECSP-VO normiert. Auf eine weitere Darstellung der vielfach selbsterklärenden Ausführungen wird an dieser Stelle verzichtet.

Die festgesetzten Sicherheiten fallen relativ moderat aus – § 33 KWG startet bei 75.000 EUR –, womöglich vor dem Hintergrund, dass klassische Schwarmfinanzierungsdienstleister lediglich vermittelnde Dienste erbringen.²⁸⁴ Da die Plattformbetreiber jedoch einer nicht unerheblichen zivilrechtlichen Eigenhaftung unterliegen, ist diese Erklärung nicht gänzlich zufriedenstellend. Letztlich wird es dem europäischen Gesetzgeber darum

282 BGH NJW 2011, 88 Rn. 37 mwN; Koch, Aktiengesetz, 16. Auflage 2022, § 93 Rn. 9 ff. mwN.

283 Vgl. Art. 11 Abs. 5 ECSP-VO für Schwarmfinanzierungsdienstleister, die seit weniger als 12 Monaten tätig sind.

284 So die Erklärung bei Rennig ZBB 2020, 385, 388.

gegangen sein, hohe, innovationshemmende Zugangshürden zum Markt der Schwarmfinanzierungsdienstleister zu vermeiden.