

# Mobilisierung von Privatkapital für Immobilienprojektfinanzierungen

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades  
„Master of Science“

eingereicht bei  
Dr. Astrid Kratschmann

Raphael Aigner

1229095

Wien, 19.04.2016

## Eidesstattliche Erklärung

Ich, **RAPHAEL AIGNER**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "MOBILISIERUNG VON PRIVATKAPITAL FÜR IMMOBILIENPROJEKTFINANZIERUNGEN", 72 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 19.04.2016

---

Unterschrift

# Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung .....	1
2	Crowdfunding .....	3
2.1	Investorenprofil.....	5
2.2	Die Vier Arten von Crowdfunding.....	7
2.3	Wirtschaftliche Grundlagen für Immobilien-Crowdfunding .....	9
2.3.1	Mezzaninkapital.....	10
2.3.2	Leverage Effekt .....	14
2.4	Regulatorische Grundlagen für Immobilien-Crowdfunding .....	15
2.4.1	Prospektpflicht .....	16
2.4.2	Anwendungsbereich des Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG).....	18
2.4.3	Einlagengeschäft im Sinne des BWG.....	21
2.5	Ablauf einer Immobilien Crowdfunding Kampagne .....	23
2.5.1	Festlegen der Projektfinanzierungsstruktur .....	24
2.5.2	Vermarktung des Crowdfunding-Projektes .....	31
3	Veranlagungsinstrumente für Immobilien-Crowdfunding .....	34
3.1	Genussrecht.....	37
3.1.1	Bilanzielle Darstellung und steuerliche Handhabung von Genussrechten .....	38
3.1.2	Anwendbarkeit des Genussrechts in der Immobilienfinanzierung.....	43
3.1.3	Das Genussrecht aus Sicht des Emittenten .....	44
3.1.4	Das Genussrecht aus Sicht des Anlegers .....	46
3.2	Qualifiziertes Nachrangdarlehen .....	47
3.2.1	Zinsen und Laufzeit .....	50
3.2.2	Anwendbarkeit von Nachrangdarlehen in der Immobilienfinanzierung.....	51
3.2.3	Bilanzielle Darstellung und steuerliche Behandlung von Nachrangdarlehen .....	52
3.2.4	Das Nachrangdarlehen aus Sicht des Darlehensnehmers.....	54
3.2.5	Das Nachrangdarlehen aus Sicht des Darlehensgebers.....	55
4	Rating für Immobilienprojektinvestitionen .....	56
5	Fazit.....	61
	Anhang .....	65

Praxisbeispiel 1: Alm Resort Nassfeld .....	66
Praxisbeispiel 2: Schneeerlebniswelt Wien .....	68
Vorgaben des Kapitalmarktprospektes nach AltFG .....	70
Tabellenverzeichnis .....	73
Abkürzungsverzeichnis .....	74
Quellenverzeichnis .....	75
Bücherquellen .....	76
Akademische Quellen .....	76
Sonstige Quellen .....	77
Crowdfunding-Plattformen .....	80

## Kurzfassung

Diese Arbeit untersucht die Möglichkeiten zur Einbindung von Privaten Anlegern in die Finanzierung von Immobilienprojekten in Österreich. Hier ermöglicht insbesondere die neue Finanzierungsform „Crowdfunding“ sowie der in Österreich im August 2015 beschlossene rechtliche Rahmen im Zuge des Beschlusses des Bundesgesetzes über alternative Finanzierungsformen (Alternativfinanzierungsgesetz – AltFG) neue Möglichkeiten. Einerseits wird untersucht, inwiefern diese neue Finanzierungsform in die Strukturierung einer Immobilienprojektfiananzierung eingebaut werden kann. Dafür werden erst die wirtschaftlichen und rechtlichen Grundlagen theoretisch beleuchtet und dann in Frage kommende Finanzierungsinstrumente auf ihre Vor- und Nachteile untersucht. Anhand von Beispielen aus der Praxis werden die Anwendungsmöglichkeiten aufgezeigt. Andererseits werden die möglichen Anlageinstrumente aus Sicht der Kapitalgeber beleuchtet und auch hier die Vor- und Nachteile herausgearbeitet. Crowdfunding ist eine ursprünglich für die Finanzierung von jungen innovativen Unternehmen oder von Sozialprojekten erfundene Finanzierungsform. In seiner kurzen Geschichte hat sich Crowdfunding rasant entwickelt. Den Erfolg verdankt Crowdfunding unter anderem Innovationen in der Investorenansprache. Diese Erkenntnisse wurden in der Arbeit berücksichtigt und können durchaus auch in der Vermarktung von Immobilienanlageprodukten genutzt werden. Das Ergebnis der Arbeit in Hinblick auf die Anwendbarkeit von Immobilien Crowdfunding in der österreichischen Praxis ist geteilt. Die vom Gesetzgeber vorgesehene Freiheit in der Gestaltung der Finanzinstrumente ermöglicht einerseits maßgeschneiderte Konditionen für Bauherren, wie beispielsweise die Verknüpfung der Rendite mit der Entwicklung von für den Projekterfolg wichtigen Parametern, andererseits führt sie aber auch zu einem geringeren Schutz der Anleger. Das, und die für die Risikoklassifizierung fehlenden Prozesse, bedingen eine große Eigenverantwortung der Emittenten. Da sich durch Crowdfunding aber erstmals die Möglichkeit bietet auch Anrainer oder künftige Benützer von Immobilien direkt an dem Projekt zu beteiligen, ist eine nachhaltige Etablierung durchaus vorstellbar.

# 1 Einleitung

Die Verfügbarkeit und die Kosten der Finanzierung sind für Immobilienunternehmer auf Grund der großen Investitionsvolumina von besonderer Bedeutung. Das Umfeld für Immobilienfinanzierungen war in den vergangenen Jahren in Österreich sehr volatil.

Der Hypothekarkredit macht nach wie vor den bei weitem größten Anteil bei Immobilienprojektfinanzierungen aus. Die Banken agieren in der Kreditvergabe jedoch sehr unterschiedlich und situationsabhängig. Das führt zu einer erschwerten Planbarkeit für Finanzierungsnehmer, da die Bonität des eigenen Unternehmens nur noch einer von mehreren Faktoren ist, der den Preis und die Verfügbarkeit von Bankkrediten beeinflusst. Die wirtschaftliche Verfassung der finanzierenden Bank und die Liquiditätssituation im Sektor gewinnen bei der Strukturierung der Projektfinanzierung daher vermehrt an Beachtung.

Neben der anhaltend hohen Unsicherheit im österreichischen Bankensektor wirkt sich auch die steigende Bedeutung von risikogewichteten Aktiva in den Bankbilanzen durch die Einführung von BASEL III negativ auf den Finanzierungszugang von mittleren und kleinen Immobilien-Projektentwicklern aus.

Andererseits führen die niedrigen Sparzinsen bei Privaten Anlegern zu einem Anlagenotstand. Die Anleger zeigen daher vermehrt Interesse an alternativen Anlageformen um eine positive Rendite zu erwirtschaften.

Wie die steigenden Marktpreise der letzten Jahre zeigen, sind auch direkte Investitionen in Immobilien sehr beliebt, auf Grund der hohen Investitionskosten aber vermögenden Personen vorbehalten.

Diese Marktsituation öffnet nun Tür und Tor für neue Finanzierungskonzepte. In dieser Arbeit wird untersucht, in wie fern Crowdfunding für die direkte Finanzierung von Immobilienprojekten geeignet ist und auf welche Art die Einbindung von Privatinvestoren unter den geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen in Österreich sinnvoll ist.

Die in Frage kommenden Investitionsinstrumente werden in Hinblick auf Risiko, Haftung und Besteuerung beleuchtet. Es handelt sich dabei um Finanzprodukte, die von kleinen und mittleren Immobilienunternehmen mit geringem Aufwand direkt emittiert werden können und bei denen die Investoren über keine Stimmrechte im Unternehmen verfügen. Diese Finanzierungsinstrumente werden jeweils aus Sicht der Finanzierungsgeber sowie aus Sicht der Finanzierungsnehmer untersucht und die Vor- und Nachteile des jeweiligen Finanzierungsinstruments für die Immobilienfinanzierung herausarbeiten.

Zu Beginn wird Crowdfunding als neue Methode für das Einsammeln von Investorengeldern vorgestellt und die Anwendbarkeit in der Immobilienfinanzierung untersucht. Crowdfunding könnten sich zu einem neuen Marktplatz für Immobilieninvestitionen entwickeln, der sich durch geringe regulatorische Anforderungen und somit geringere Emissionskosten im Vergleich zu den etablierten Finanzmärkten auszeichnet. Dadurch bietet sich die Möglichkeit, kleinere Summen von vielen Privatpersonen für ein einzelnes Projekt wirtschaftlich einzusammeln.

Im Vergleich zu Immobilienfonds erhalten Anleger bei Immobilien-Crowdfunding die Möglichkeit, direkt in ein einzelnes Projekt zu investieren und im Erfolgsfall eine vergleichsweise hohe Rendite zu erwirtschaften. Auf Grund der geringen aufsichtsrechtlichen Vorgaben für dieses alternative Finanzierungsinstrument ist die Transparenz aber geringer und das Risiko schlechter abschätzbar als bei regulierten Fonds, die einer Reihe von Auflagen und Beschränkungen unterliegen. Noch fehlt ein Prozess zur transparenten Bewertung des Projektrisikos aus Investorensicht, der es ermöglicht, die Risiken der einzelnen Immobilien Crowdfunding Investitionsmöglichkeiten zu vergleichen.

Darum wird sich der letzte Teil dieser Arbeit mit allgemeinen Kriterien beschäftigen, die bei der Erstellung eines Ratingmodelles für die Risikoeinschätzung einer Investition wichtig sind.

## 2 Crowdfunding

Immobilienunternehmer, die auf Grund ihrer Größe oder Ihrer Geschäftsstrategie keinen Zugang zum regulierten Kapitalmarkt haben, können sich im Wesentlichen über zwei Kanäle Finanzierungen beschaffen, einerseits über Banken, andererseits über direkte Ansprache von Investoren im privaten Umfeld.

Mit Crowdfunding ist nun ein neues Finanzierungsmodell im Entstehen, mit dem ein Unternehmer durch einen standardisierten Prozess einfacher als früher einen Finanzierungskanal zu privaten Kapitalgebern aufbauen kann. Private Investoren können über das Internet, meist ohne Gebühren und Nebenkosten, kleine Beträge direkt in Immobilienprojekte investieren. Dies geschieht direkt, über die Homepage des Immobilienunternehmens, oder indirekt, über eine Crowdfunding Plattform. Immobilienunternehmen profitieren dadurch von der Möglichkeit einzelne Projekte über private Investoren finanzieren zu können. Investoren wiederum, erhalten die Möglichkeit direkt kleine Beträge in ausgewählte Immobilienprojekte zu investieren.

Crowdfunding ist ein erstmals in den USA geprägter Begriff für die Finanzierung von Projekten oder Geschäftsideen mittels vieler kleiner Investoren. Dabei lässt sich der Begriff über drei Kernelemente definieren<sup>1</sup>:

1. Ein (zumeist geringer) finanzieller Beitrag von mehreren Investoren
2. Die Investition in ein einzelnes Projekt
3. Und der öffentliche Aufruf dazu (über das Internet, gegebenenfalls mit Unterstützung einer professionellen Plattform)

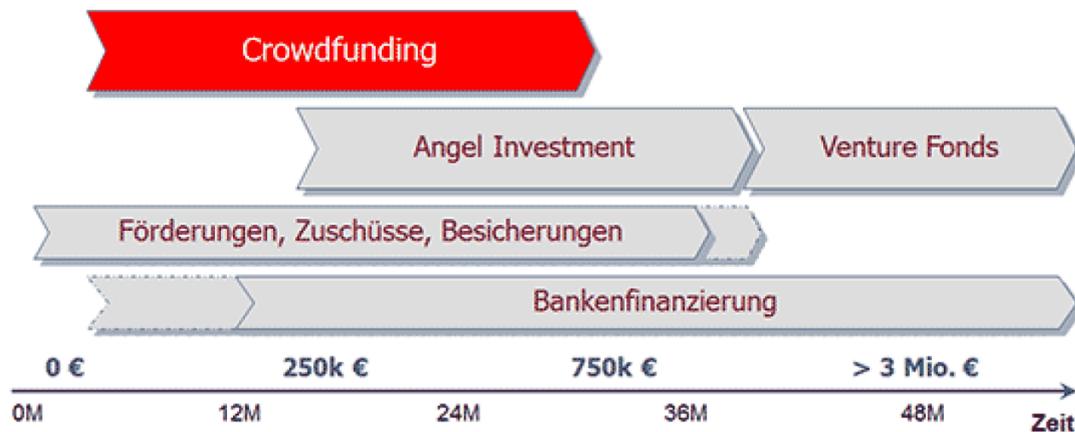
Der Unternehmer muss so nicht alleine das gesamte Kapital aufbringen und das Risiko eines Projektes wird auf viele Schultern verteilt. Ursprünglich wurde

---

<sup>1</sup> Vgl. Saria/Stocker; Unternehmensanleihen und Crowdfunding; S. 146 & 147

Crowdfunding für die Seed Finanzierung<sup>2</sup> von Unternehmen konzipiert, später wurde es auch von Unternehmen genutzt, die bereits mit einem Produkt am Markt sind und schon über Einnahmen verfügen. Und seit Mai 2015 gibt es mit Home Rocket<sup>3</sup> die Erste Plattform in Österreich, die ausschließlich Immobilien mittels Crowdfunding finanziert.

Grafik<sup>4</sup>: Corporate-Crowdfunding im Lebenszyklus eines Unternehmens



Während Crowdfunding im Unternehmensbereich überwiegend von Startups und jungen Unternehmen genutzt wird, scheint sich Crowdfunding im Immobilienbereich eher für etablierte Unternehmen anzubieten. Neben dem Track-Rekord des Bauherren, der für das Vertrauen bei Investoren unumgänglich ist, sollte der Emittent auch Zugang zu weiteren Finanzierungsquellen haben. Die Finanzierung des Immobilienprojektes sollte, sofern es sich nicht um einen Sonderfall handelt, nicht ausschließlich vom Erfolg des Crowdfundings abhängen, da Crowdfunding nur einer von mehreren Bestandteilen eines guten Finanzierungskonzeptes sein kann. Und im Gegensatz zur Unternehmensfinanzierung, wo Crowdfunding meist in der ersten Phase des Lebens eines Unternehmens eingesetzt wird, wird bei einem Immobilienprojekt der Crowdfunding-Prozess oft erst in einem späteren Projektstadium begonnen, nämlich dann, wenn die anderen Finanzierungsbausteine

<sup>2</sup> Finanzierung im Anfangsstadium eines Unternehmens auf Basis eines Businessplans. Das Unternehmen verfügt in der Regel noch nicht über Einnahmen.

<sup>3</sup> [www.home-rocket.com](http://www.home-rocket.com)

<sup>4</sup> Graphik: Informationsflyer der WKO zum Thema Crowdfunding vom 30.4.2014

sowie die Genehmigungen für den Bau bereits weitestgehend gesichert sind und von der Realisierbarkeit des Vorhabens ausgegangen werden kann. Diese Vorgehensweise ist für den Bauherren wichtig, damit er den Finanzierungsbedarf seriös abschätzen kann und unnötige Ausgaben für das Crowdfunding vermeidet, sollte sich das Projekt als nicht durchführbar erweisen.

Außerdem bedeutet es für Investoren eine größere Sicherheit und ist somit auch wichtig für deren Investitionsentscheidung.

Rechtlich gesehen war Crowdfunding in Österreich lange Zeit ein Graubereich. Im August 2015 wurden aber mit dem Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG) klare rechtliche Rahmenbedingungen für Crowdfunding in Österreich geschaffen<sup>5</sup>. Dieses Gesetz tritt für kleine und mittlere Unternehmen<sup>6</sup>, die sich über ein öffentliches Angebot<sup>7</sup> auf Investorensuche begeben und die vorgegebenen Grenzen beachten, an Stelle des Kapitalmarktgesetzes (KMG).

Das AltFG bringt die lange geforderte Abstufung in den Transparenzpflichten abhängig vom eingesammelten Betrag und der Größe des Emittenten. Dank dieser Novelle gelten für kleinere Emissionsbeträge von kleinen und mittleren Unternehmen geringere Vorgaben in Bezug auf die Prospektpflicht als für größere Emissionen oder Emissionen von großen Unternehmen. Das trägt zu einer erheblichen Reduktion der Emissionskosten für kleine und mittlere Unternehmen bei.

## 2.1 Investorenprofil

In Österreich wurden die ersten Crowdfunding-Projekte für junge Unternehmen bereits Ende 2010 erfolgreich umgesetzt<sup>8</sup>.

Die Wirtschaftskammer Österreich (WKO) hat auf Basis der kurzen Historie die aktuelle Investorenbasis für Crowdfunding-Projekte in Österreich analysiert und

---

<sup>5</sup> Das Bundesgesetz über alternative Finanzierungsformen (Alternativfinanzierungsgesetz – AltFG) wurde am 14. August 2015 im Bundesgesetzblatt I Nr. 114/2015 veröffentlicht.

<sup>6</sup> Definition: Europäische Kommission Empfehlung 2003/361/EG; 2003

<sup>7</sup> Definition: § 1 KMG Abs. 1

<sup>8</sup> Vgl. Wikipedia; Crowdfunding

definiert den typischen Crowd-Investor als ca. 40 Jahre alten Mann, der Risikobereitschaft bei der Anlage zeigt und entweder Angestellter oder selbst Unternehmer ist. Dieser typische Investor hat ein überdurchschnittliches Einkommen und zwischen EUR 5.000.- und EUR 50.000.- für Investitionen zur Verfügung. Einen Teil davon investiert er in Crowdfunding, meist in Crowdinvesting oder Crowdlending Instrumente. Sehr aktive Crowd-Investoren beginnen bereits eigene Investmentportfolios aufzubauen und damit ihr Risiko zu streuen. Diese Investoren sind auch auf mehreren Plattformen (durchschnittlich 3) aktiv. Die Investitionsbeträge liegen zwischen ein paar hundert bis zu mehreren tausend Euro pro Projekt<sup>9</sup>.

In seiner kurzen Geschichte wurde Crowdfunding anfangs vor allem für die Realisierung innovativer und sozialer Projekte genutzt. Meist war den Investoren die Umsetzung der Idee wichtiger als die in Aussicht gestellte Rendite, oder die Sicherheit des investierten Geldes. Bei einer Investitionsentscheidung für ein Immobilienprojekt spielt die in Aussicht gestellt Rendite jedoch meist eine größere Rolle in der Investitionsentscheidung als bei der Entscheidung für eine Investition in ein innovatives Unternehmen, dennoch kann für den Investor auch ein persönliches Motiv bei der Entscheidung für eine Investition im Vordergrund stehen. So ermöglicht Immobilien-Crowdfunding dem Investor zum Beispiel direkt in Projekte in der eigenen Region zu investieren und so nicht nur durch die monetäre Rendite, sondern auch von der Verwirklichung des Projektes als Konsument zu profitieren.

Mittlerweile scheint sich in Österreich eine Gruppe an interessierten Investoren zu bilden, die regelmäßig Beträge von einigen tausend Euro in Crowdfunding-Projekte investieren und dies als alternative Anlageform zu herkömmlichen Fonds und Bankprodukten sehen.

---

<sup>9</sup> Vgl. WKO; Crowdfunding für österreichische Unternehmen

## 2.2 Die Vier Arten von Crowdfunding

In der kurzen Geschichte des Crowdfunding haben sich unterschiedliche Formen herausgebildet. Für die Finanzierung von Immobilienprojekten sind insofern die Formen Crowdlending und Crowdinvesting relevant. Diese Arbeit befasst sich daher auch ausschließlich mit diesen als Anlageform dienenden Investitionsformen.

Es wird zwischen Vier Arten von Crowdfunding unterschieden<sup>10</sup>:

### **Lending Based Crowdfunding:**

Bei Lending Based Crowdfunding, auch als Crowdlending bezeichnet, stellen Privatpersonen ihr Geld direkt, oder über eine Plattform, einem Unternehmen zur Verfügung. Dies geschieht in Österreich meist in Form eines Nachrangdarlehens oder eines obligationenähnlichen Genussrechts. Um als Crowdlending klassifiziert zu werden, muss der Vertrag eine definierte Laufzeit und Verzinsung aufweisen.

### **Equity Based Crowdfunding:**

Beim Equity Based Crowdfunding, auch Crowdinvesting, wird der Investor in Österreich üblicher Weise mittels Substanzgenussrecht am Unternehmenserfolg beteiligt. Der Investor erhält, so wie beim Crowdlending, keine Mitbestimmungsrechte im Unternehmen. Seine Rendite ist jedoch enger mit dem Unternehmenserfolg verbunden.

---

<sup>10</sup> Vgl. WKO; Information für österreichische Unternehmen

### **Donation Based Crowdfunding:**

Hier geht es darum, Projekte aus der Kreativ-, Kultur- und Kunstszene zu ermöglichen<sup>11</sup>. Diese Art des Crowdfunding ist mit einer Spende vergleichbar.

### **Reward Based Crowdfunding:**

Ist eine Form des Crowdfunding, bei dem die Geldgeber in der Regel starkes Interesse an dem geplanten Produkt haben und für ihr Investment kein Geld, aber beispielsweise eine frühe Nutzungsmöglichkeit des neuen Produktes bekommen. Es handelt sich quasi um eine Anzahlung für ein meist noch unfertiges Produkt.

Es ist durchaus üblich, dass in einer Crowdfunding Kampagne den Investoren eine Mischform der genannten Crowdfunding Arten angeboten wird. So wird bei Crowdlending oder Crowdinvesting meist auch eine als Reward Based Crowdfunding zu klassifizierende Komponente angeboten.

Auch wenn die oben genannten Formen des Crowdfunding in Österreich bereits angewandt wurden, eine Lizenz oder ein Siegel „von der Finanz Markt Aufsicht (FMA) geprüft“ gibt es nicht.

Wie im Kapitel „Regulatorische Grundlagen für Immobilien-Crowdfunding“ dargestellt, gibt es aber eine Reihe von aufsichtsrechtlichen Vorgaben in Hinblick auf Konsumentenschutz, Transparenz und Kapitalmarktgesetz (KMG), die von den Emittenten eingehalten werden müssen.

Das neue, im August 2015 vom Nationalrat beschlossene AltFG, bemüht sich einen klaren Rahmen für Crowdfunding zu bieten und ersetzt das KMG in essentiellen Punkten. Es ist jedoch ausschließlich auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU) anzuwenden<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Vgl. WKO; Crowdfunding für österreichische Unternehmen

<sup>12</sup> Siehe AltFG §2 Abs 1 sowie Definition von KMU 2003/361/EG

## **2.3 Wirtschaftliche Grundlagen für Immobilien-Crowdfunding**

Der klassische Hypothekarkredit ist auf Grund seiner geringen Verzinsung in der Regel auch bei über Crowdfunding finanzierten Immobilienprojekten unverzichtbar. Daher wird aus wirtschaftlichen Gründen mittels Crowdfunding meist Mezzaninkapital eingesammelt.

Ziel ist, durch Aufnahme von Mezzaninkapital einen Teil des teuren Eigenkapitals zu ersetzen und die Finanzierungskosten des Projektes zu drücken. Durch den Leverage-Effekt soll so die Eigenkapitalrendite der Eigentümer gestärkt werden.

Eine Ausnahme bildet die Finanzierung von Sonderimmobilien. Einerseits ist es schwieriger solche Projekte über Hypothekarkredite zu finanzieren, andererseits verfolgen die Investoren bei diesen Projekten meist nicht nur rein wirtschaftliche Interessen, sondern sind vor allem aus persönlichen Gründen an der Verwirklichung des Bauprojektes interessiert.

Oft stehen bei der Investitionsentscheidung der Crowd in solche Projekte auch nicht die Zinsen oder die Gewinnbeteiligung im Vordergrund, sondern vielmehr das Interesse an der künftigen persönlichen Nutzung.

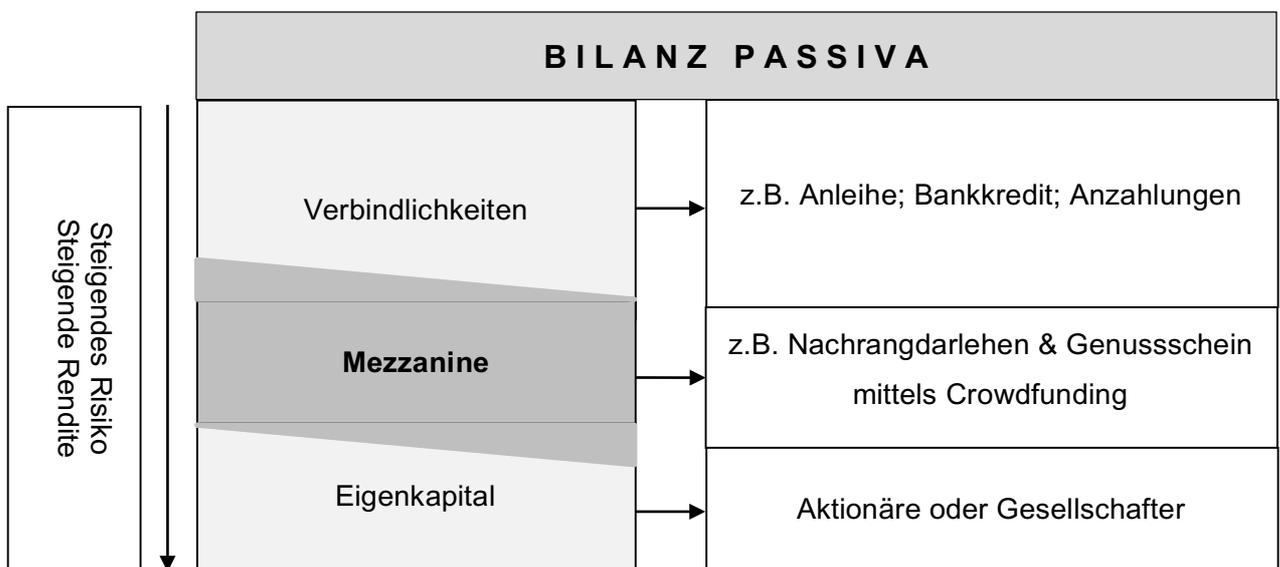
Diese Arbeit fokussiert auf den wirtschaftlichen Einsatz von Crowdfunding als Methode zur Projektfinanzierung von Immobilienunternehmern und damit auf den Einsatz bei klassischen und marktgängigen Immobilienprojekten im Wohn- oder Gewerbesegment.

In den folgenden zwei Kapiteln werden daher die Begriffe Mezzaninkapital und Leverage-Effekt beschrieben, da sich der finanzmathematische Vorteil von Immobilien-Crowdfunding als Finanzierungsbaustein im Wesentlichen durch diese Konzepte ergibt.

## 2.3.1 Mezzaninkapital

Mezzaninkapital ist ein Sammelbegriff und beschreibt Finanzierungsarten, die in Ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Ausgestaltung eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellen<sup>13</sup>.

Tabelle 1: Risikobetrachtung von Mezzaninkapital in der Projektbilanz



Das Kapital der Crowdfunding-Investoren bildet zusätzlich zum Eigenkapital der Eigentümer einen Risikopuffer und stärkt somit die wirtschaftliche Eigenmittelquote. Das führt in der Regel zu besseren Konditionen bei der Aufnahme eines Kredites bei einer Bank. Der Bankkredit bleibt in der Regel auch bei einem über Crowdfunding finanziertem Projekt der größte Finanzierungsbaustein, da die Zinsen für den erstrangig besicherten Kredit nur einen Bruchteil der Zinsen für die Mezzaninkapitalgeber betragen.

Ursprünglich wurden Mezzaninfinanzierungen insbesondere im Corporate Bereich eingesetzt. Bei fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buy-Outs) bildet

<sup>13</sup> Vgl. Wikipedia; Mezzaninkapital

Mezzaninkapital einen wichtigen Bestandteil der Kapitalstruktur, da es den Eigentümern erlaubt, bei geringem Eigenkapitaleinsatz die Kontrolle über das Unternehmen zu behalten, aber der finanzierenden Bank dennoch einen akzeptablen Risikopuffer an wirtschaftlichem Eigenkapital bietet, sollte der Kreditnehmer in Zahlungsschwierigkeiten kommen. Dieses Konzept eignet sich natürlich auch für das kapitalintensive Immobilienprojektentwicklungsgeschäft.

Um als Mezzaninkapital klassifiziert zu werden, muss der Finanzierungsvertrag einige allgemeine Kriterien erfüllen. Mezzanine Kapital erfüllt eine Mischung von Eigenkapital und Fremdkapitalfunktionen<sup>14</sup>. Abhängig von der individuellen Ausgestaltung kann das Mezzanine Kapital somit auch in der Bilanz als Eigen- oder Fremdkapital ausgewiesen werden. Während die Bilanzierung und steuerliche Behandlung im Wesentlichen von der Vertragsformulierung abhängig ist, wobei es in der detaillierten Ausgestaltung durchaus strittige Expertenmeinungen gibt<sup>15</sup>, ist die Wertung der Bank meist individuell und vom tatsächlichen Risiko abhängig.

In der Bilanzierung ist prinzipiell vom schuldrechtlichen Charakter von Mezzanine Kapital auszugehen und die Kapitalzufuhr somit als Fremdkapital zu passivieren. Nach dem Handels Gesetz Buch (UGB) ist eine Bilanzierung als Eigenkapital nur möglich, sofern das Mezzaninkapital ausreichende Haftungsqualität hat und eine erfolgswirksame Vereinnahmung nicht zulässig ist.

Diese Bedingungen sind erst gegeben, wenn der Finanzierungsvertrag die folgenden vier Kriterien kumulativ erfüllt<sup>16</sup>:

### **Nachrangigkeit:**

Im Insolvenz- bzw. Liquidationsfall darf ein Rückzahlungsanspruch erst gegeben sein, nachdem alle anderen Gläubiger, deren investiertes Kapital nicht als Eigenkapital klassifiziert wurde, bedient wurden. Es muss damit als „Haftsubstanz“ zur Verfügung stehen<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Vgl. Wikipedia; Mezzaninkapital

<sup>15</sup> Vgl. Wikipedia; Mezzaninkapital

<sup>16</sup> Vgl. Kammer der Wirtschaftstreuhand; Bilanzierung von Genussrechten und Hybridkapital; S. 2

<sup>17</sup> Vgl. Wikipedia; Mezzaninkapital

### **Erfolgsabhängigkeit der Vergütung:**

Im Falle eines Verlustes darf die Vergütung für das zur Verfügung gestellte Kapital nur erfolgen, soweit es die Liquidität des Unternehmens und das vorhandene Eigenkapital erlaubt. Sollte das Unternehmen durch die Ausschüttung in seinem Fortbestehen gefährdet werden, ist die Zinszahlung zu diesem Zeitpunkt untersagt. Es dürfen nur solche Beträge als Vergütungen gewährt werden, die auch als ein auszahlbarer Bilanzgewinn dargestellt werden könnten<sup>18</sup>. Zum Beispiel wäre eine Kopplung an Dividendenzahlungen des Unternehmens denkbar. Sollte eine vereinbarte Mindestvergütung in einem Jahr jedoch nicht fließen, kann sie zu einem späteren Zeitpunkt nachgeholt werden, sofern es die wirtschaftlichen Verhältnisse dann erlauben<sup>19</sup>.

### **Keine Befristung der Laufzeit des Mezzanin Kapitals:**

Das Mezzaninkapital muss unkündbar sein und für einen unbefristeten Zeitraum überlassen werden. Es muss aus Investorensicht somit für die gesamte Lebensdauer des Unternehmens investiert werden<sup>20</sup>. Eine vorzeitige Rückzahlung ist jedoch möglich, wenn die Vorschriften für eine ordentliche Kapitalherabsetzung beachtet werden. Möglich ist zum Beispiel die Rückzahlung des Mezzanin Kapitals, sofern es im selben Geschäftsjahr durch neue Eigenmittel oder gleich hohe ungebundene Rücklagen im Zuge einer Kapitalerhöhung ersetzt wird<sup>21</sup>.

### **Verlustteilnahme:**

Für die Klassifizierung als Eigenkapital ist auch die periodische Verlustteilnahme vorzusehen. Die Teilnahme am Verlust kann aber auch erst zu einem späteren Zeitpunkt vorgesehen werden, bis alle nicht gegen

---

<sup>18</sup> Vgl. Kammer der Wirtschaftstreuhand; Bilanzierung von Genussrechten und Hybridkapital; S. 3

<sup>19</sup> Vgl. Kammer der Wirtschaftstreuhand; Bilanzierung von Genussrechten und Hybridkapital; S. 3

<sup>20</sup> Vgl. Schragl/Stefaner; Handbuch Genussrechte; S. 51

<sup>21</sup> Vgl. Schragl/Stefaner; Handbuch Genussrechte; S. 51

Ausschüttung besonders geschützten Eigenkapitalbestandteile aufgebraucht sind<sup>22</sup>.

Bei der laufenden Verlustbeteiligung ist darauf zu achten, dass das Mezzaninkapital eine Schutzfunktion entfaltet, die zumindest genauso groß ist, wie die Schutzfunktion der nicht besonders geschützten Eigenkapitalbestandteile. Eine Verrechnung eingetretener Verluste mit Bestandteilen des bilanziellen Eigenkapitals, welches vor Ausschüttung besonders geschützt ist, darf daher erst erfolgen, wenn das Mezzanine Kapital verbraucht ist<sup>23</sup>.

Unter den Begriff Mezzaninkapital fallen eine Reihe an Finanzierungsinstrumenten. Darunter Finanzierungsformen die eigenkapitalähnlich ausgestaltet sind, wie Substanzgenussrechte, stille Beteiligungen, Wandel- und Optionsanleihen sowie Finanzierungsformen mit eher fremdkapitalähnlicher Ausgestaltung, wie Nachrangige Darlehen, Obligationenähnliche Genussrechte, oder Gesellschafterdarlehen<sup>24</sup>.

Die geeignetsten Instrumente für Immobilien Crowdfunding, die in den vergangenen Jahren auch wiederholt bei Immobilien Crowdfunding Projekte in Österreich zur Anwendung kamen, sind der Genussschein und das Nachrangdarlehen. Diese Instrumente werden später genauer untersucht.

---

<sup>22</sup> Definition; Kammer der Wirtschaftstreuhänder: „Als gegen Ausschüttung besonders geschützte Eigenkapitalbestandteile gelten neben dem Nennkapital alle Rücklagen und Teile des Bilanzgewinnes, die nach den Vorschriften des Gesellschaftsrechts und den Rechnungslegungsvorschriften für Ausschüttungen an Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft nicht verwendet werden dürfen“.

<sup>23</sup> Vgl. Wikipedia; Genussrechte

<sup>24</sup> Vgl. Wikipedia; Mezzaninkapital

### 2.3.2 Leverage Effekt

Der Leverage Effekt bezeichnet die Steigerung der Eigenkapitalrendite bei steigendem Einsatz von Fremdmitteln mit einer im Vergleich zum Eigenkapital geringeren Rendite. Er ist abhängig von der Gesamtkapitalrendite, dem Fremdkapitalzins und dem Verschuldungsgrad. Man ermittelt ihn, indem man die Rendite des Fremdkapitals von der Gesamtkapitalrendite abzieht und die Differenz mit dem Verschuldungsgrad multipliziert. Das Produkt wird dann mit der Gesamtkapitalrendite addiert. Die Summe ergibt die Eigenkapitalrendite des Unternehmers:

#### Eigenkapitalrendite:

$$e_{kr} = g_{kr} + (g_{kr} - f_z) * \left(\frac{FK}{EK}\right)$$

FK = Fremdkapital

EK= Eigenkapital

e<sub>kr</sub>= Eigenkapitalrendite

g<sub>kr</sub> = Gesamtkapitalrendite

f<sub>z</sub> = Fremdkapitalzins

Der Leverage Effekt rechtfertigt aus finanzmathematischer Sicht das Ziel des Eigentümers den Einsatz von Eigenmitteln möglichst gering- und den Anteil der Fremdfinanzierung möglichst hoch anzusetzen. Die steigende Verschuldungsquote führt so zu einer höheren Eigenkapitalrendite. Die Voraussetzung dafür ist, dass die Rendite des Mezzaninekapital unter der Eigenkapitalrendite liegt. Sie kann jedoch über der Fremdkapitalrendite liegen und den Eigentümern dennoch ermöglichen eine höhere Rendite auf ihr Investment zu bekommen, als dies bei einer Finanzierungsstruktur mit weniger Verschuldung der Fall wäre.

## 2.4 Regulatorische Grundlagen für Immobilien-Crowdfunding

Beim Einsammeln von Investitionskapital von Privatpersonen bestehen in Österreich potentiell eine Reihe aufsichtsrechtlicher Vorgaben. Je nach Modell und Ausgestaltung des Investitionsinstruments sind diese aber nur teilweise oder gar nicht anzuwenden.

Das konkrete Finanzierungsmodell ist also immer im Einzelfall anhand seiner vertraglichen Ausgestaltung und des Emittenten darauf zu prüfen, welche regulatorischen Vorgaben berücksichtigt werden müssen.

Nach österreichischem Recht ist insbesondere zu klären, ob die Emission unter eine der folgenden drei Regularien fällt, um bewerten zu können, welche gesetzlichen Vorgaben anzuwenden sind:

### **Prospektpflicht:**

Wird das Anlageprodukt über ein öffentliches Angebot im Sinne des KMG angeboten<sup>25</sup>?

Kann eine der Ausnahmen gemäß KMG genutzt werden<sup>26</sup>?

### **Konzessionspflicht:**

Liegt ein Bankgeschäft vor das eine Konzessionspflicht nach dem Bankwesen Gesetz (BWG) auslöst?

Handelt es sich bei der Investitionsstruktur um einen alternativen Investmentfonds, dessen Verwaltung ausschließlich durch einen konzessioniert und registrierten Alternative Investmentfond Manager durchgeführt werden darf?

### **Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG) 2015:**

Fällt die Tätigkeit unter das aktuelle Crowdfunding Gesetz?

---

<sup>25</sup> Siehe § 1 Abs 1 Z 1 KMG

<sup>26</sup> Siehe §3 KMG

## 2.4.1 Prospektpflicht

In Österreich gilt bei einem öffentlichen Angebot<sup>27</sup> von Wertpapieren bzw. Veranlagungen und bei einer Börsenzulassung die Prospektpflicht.

Ein öffentliches Angebot darf demnach nur erfolgen, wenn spätestens einen Bankarbeitstag davor ein Prospekt veröffentlicht wurde, außer es kann das AltFG angewendet werden<sup>28</sup>.

Ein öffentliches Angebot besteht, sobald eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise ergeht, die ausreichende Informationen über die Bedingungen eines Angebots (oder einer Einladung zur Zeichnung) von Wertpapieren oder Veranlagungen und über die anzubietenden Wertpapiere oder Veranlagungen enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere oder Veranlagungen zu entscheiden<sup>29</sup>. In der Praxis gilt das Angebot als öffentlich, sofern ein Interessentenkreis von mindestens 150 Personen angesprochen wird. Somit ist in der Praxis bereits eine Veröffentlichung auf der Homepage des Unternehmens ausreichend, um als öffentliches Angebot gewertet zu werden<sup>30</sup>.

Diese Definition gilt auch für die Platzierung von Wertpapieren oder Veranlagungen durch Finanzintermediäre<sup>31</sup>.

Keine Prospektpflicht besteht wenn<sup>32</sup>:

- Insgesamt pro Gesellschaft weniger als EUR 250.000.- eingesammelt werden
- Die Veranlagung nur ab mind. EUR 100.000.- pro Anleger vorgenommen werden kann
- Sich das Angebot ausschließlich an qualifizierte Anleger richtet
- Sich das Angebot an weniger als 150 natürliche oder juristische Personen pro EWR Vertragsstaat richtet

---

<sup>27</sup> Vgl. § 1 Abs 1 Z 1 KMG

<sup>28</sup> Vgl. §2 Abs 1 KMG sowie dessen Abänderung nach Art.2 Abs. 1. AltFG

<sup>29</sup> Vgl. § 1 Abs 1 KMG

<sup>30</sup> Vgl. FMA; Rundschreiben der FMA vom 4.12.2012; S. 4 & S. 5

<sup>31</sup> Vgl. §1 Abs. 1 KMG

<sup>32</sup> Vgl. §3 KMG

Abhängig von der Unternehmensgröße des Emittenten, sowie dem Emissionserlös, wird die Prospektpflicht in Österreich im KMG oder im AltFG geregelt.

Die Prospektpflicht nach KMG verlangt die Erstellung eines ausführlichen Kapitalmarktprospektes, wobei Auskunft über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage und die Gewinne und Verluste der Unternehmen gegeben werden muss. Außerdem müssen Zukunftsaussichten erstellt und eine Reihe von risikorelevanten Fragestellungen abgearbeitet werden<sup>33</sup>. Diese, dem Anlegerschutz geschuldeten Vorgaben, verursachen in der Regel hohe Anwalts- und Beratungskosten, die sich erst ab einem größeren Volumen emittierter Vermögenstitel rechnen.

Die Prospektpflicht nach AltFG darf ausschließlich von kleinen und mittleren Unternehmen angewandt werden. Sofern diese Finanzprodukte öffentlich anbieten und nicht in die oben genannten Ausnahmen fallen, werden sie seit August 2015 nicht mehr im KMG geregelt, sondern fallen unter die neue Regelung des AltFG<sup>34</sup>. Von diesen Unternehmen ist nun nur noch ein vereinfachter Kapitalmarktprospekt zu erstellen, der nur von einem Wirtschaftstreuhänder, einem Rechtsanwalt, einem Notar, einer Wirtschaftskammer, einem Unternehmensberater, oder einem Vermögensberater geprüft werden muss<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Vgl. § 7 Abs. 1. KMG

<sup>34</sup> § 1. Abs. 1. AltFG: Vom Anwendungsbereich dieses Bundesgesetzes ausgenommen sind Emittenten, die über eine Konzession nach dem Bankwesengesetz – BWG, BGBl. Nr. 532/1993, dem Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 – WAG 2007, BGBl. I Nr. 60/2007, dem Alternativen Investmentfonds Manager Gesetz AIFMG, BGBl. I Nr. 135/2013, dem Zahlungsdienstegesetz – ZaDiG, BGBl. I Nr. 66/2009, dem Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG, BGBl. Nr. 569/1978, oder dem EGeldgesetz 2010, BGBl. I Nr. 107/2010, verfügen.

Sowie Emittenten, die nicht vom Geltungsbereich dieses Bundesgesetzes erfasst sind oder die freiwillig einen Prospekt gemäß § 7 Abs. 8 des Kapitalmarktgesetzes – KMG, BGBl. Nr. 625/1991, erstellen, sowie auf Emissionen, deren Gesamtwerte die in § 4 Abs. 1 und 2 festgelegten Obergrenzen übersteigen, ist das KMG anzuwenden. Die in § 3 Abs. 1 Z 1 bis 9 sowie Z 11 bis 14 KMG genannten Ausnahmen von der Prospektpflicht gelten auch für den Anwendungsbereich dieses Bundesgesetzes.

<sup>35</sup> Vgl. AltFG Anlage F; sowie die Auflistung der nach AltFG vorgegebenen Angaben im Prospekt im Anhang dieser Arbeit

## 2.4.2 Anwendungsbereich des Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG)

Das AltFG wurde vom Gesetzgeber geschaffen, um klare rechtliche Rahmenbedingungen für Crowdfunding zu definieren und so kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen mit einem geringeren bürokratischen Aufwand und somit geringeren Kosten zu ermöglichen, als dies unter dem KMG der Fall war.

Insbesondere wurden einheitliche Mindestinformationspflichten im Falle eines öffentlichen Angebotes definiert, die eine deutliche Vereinfachung im Vergleich zum bisherigen rechtlichen Regelwerk der Prospektpflicht darstellen.

Um etwaigen Missbrauch von Crowdfunding zu erschweren, müssen bestimmte Kriterien erfüllt werden, damit die Anwendung des AltFG bei einer Emission von Vermögenstitel möglich ist. Im Sinne des Anlegerschutzes möchte der Gesetzgeber verhindern, dass das Gesetz zu einer generellen Aufweichung der Transparenzbestimmungen führt.

Die geringeren Erfordernisse in Bezug auf die Transparenz im Vergleich zu den bisher anzuwendenden Normen des KMG sollen es kleineren Unternehmen ermöglichen, wirtschaftlich Risikokapital einzusammeln. Es soll aber nicht dazu dienen, die geltenden Transparenzrichtlinien bei großen Investitionsvorhaben aufzuweichen.

Die für Immobilienprojektfinanzierungen entscheidendsten Kriterien beziehen sich auf die *Größe des Unternehmens des Emittenten*, das *Emissionsvolumen*, sowie die *Höhe des Einzelinvestments pro Anleger*.

Darüber hinaus gibt es auch Bestimmungen, die sich mit der Bereitstellung von Informationen an Investoren sowie der Verhinderung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung befassen<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Siehe §5 Abs. 2 bis 4 AltFG

Des Weiteren wurde mit dem AltFG erstmals ein rechtlicher Rahmen für Betreiber von Crowdfunding Plattformen definiert.

Die Motivation des Gesetzgebers bei der Schaffung des AltFG bestand insbesondere in dem Wunsch, Start-ups und jungen Unternehmen einen Zugang zu Risikokapital zu ermöglichen. Daher gibt es auch die Einschränkung in Bezug auf die *Größe des Emittenten* im Gesetz<sup>37</sup>. Als Emittent dürfen nur kleine und mittlere Unternehmen auftreten.

Entsprechend der Mitarbeiterzahl und des Umsatzes, sowie der Bilanzsumme, wird das Unternehmen als Mittleres-, Kleines-, oder Kleinstunternehmen klassifiziert<sup>38</sup>:

- *Ein mittleres Unternehmen* wird definiert als ein Unternehmen, das weniger als 250 Mitarbeiter beschäftigt und dessen Umsatz 50 Mio. Euro oder dessen Jahresbilanz 43 Mio. Euro nicht überschreitet.
- *Ein kleines Unternehmen* wird definiert als ein Unternehmen, das weniger als 50 Mitarbeiter beschäftigt und dessen Umsatz oder Jahresbilanz 10 Mio. Euro nicht überschreitet.
- *Ein Kleinstunternehmen* wird definiert als ein Unternehmen, das weniger als 10 Mitarbeiter beschäftigt und dessen Umsatz oder Jahresbilanz 2 Mio. Euro nicht überschreitet.

Diese Beschränkungen sollten für kleine und mittlere Immobilienentwickler kein großes Hindernis sein. Meist verfügt eine Immobilienprojektgesellschaft ohnehin über keine oder nur sehr wenige Mitarbeiter und auch die Umsatzbeschränkung dürfte, außer bei Großprojekten, keine nennenswerte Hürde darstellen.

Sofern der Emittent die Anforderungen in Bezug auf die Unternehmensgröße erfüllt, müssen auch die Vorgaben in Bezug auf die Höhe des gesamt einzusammelnden Betrages, sowie die Höhe des einzelnen Tickets pro Investor eingehalten werden, um von den Erleichterungen des AltFG profitieren zu können.

---

<sup>37</sup> Vgl. §2 Abs 1 AltFG

<sup>38</sup> Vgl. Europäische Kommission Empfehlung 2003/361/EG

Die *Einzelinvestmentbeschränkung* wurde bei EUR 5.000.- (pro Anleger; pro Projekt; innerhalb von 12 Monaten) festgelegt. Sofern ein Privatinvestor mehr anlegen möchte, kann er dies nur tun, wenn er bestätigt, dass er höchstens das Doppelte seines monatlichen Nettoeinkommens über 12 Monate gerechnet oder maximal 10% seines Finanzanlagevermögens veranlagt<sup>39</sup>.

Von dieser Einschränkung ausgenommen sind professionelle Anleger<sup>40</sup> sowie juristische Personen, sofern sie nicht als Verbraucher<sup>41</sup> klassifiziert sind<sup>42</sup>.

Des Weiteren besteht, wie vorhin erwähnt, eine Beschränkung auf das *Emissionsvolumen*. Die untere Grenze, ab der das AltFG anwendbar ist, liegt bei einem Emissionsvolumen von EUR 100.000.-. Vor dieser Gesetzesnovelle lag die Schwelle für die Erstellung eines Kapitalmarktprospektes nach KMG bei EUR 250.000.- für alle Unternehmen, unabhängig von ihrer Größe. Nun wurde diese Schwelle, ab der das KMG angewendet werden muss, auf EUR 1,5 Mio. deutlich angehoben<sup>43</sup>. Außerdem darf der aushaftende Betrag aller durch Ausgabe alternativer Finanzierungsinstrumente entgegengenommener Gelder über einen siebenjährigen Betrachtungszeitraum insgesamt den Betrag von EUR 5 Mio. netto<sup>44</sup> nicht überschreiten<sup>45</sup>.

Für die Finanzierung kleiner und mittlerer Immobilienprojekte stellen diese Schwellen keinen nennenswerten Hürden da.

In Anbetracht der Annahme, dass es für jedes Projekt eine eigene Projektgesellschaft gibt, ist die Größenbeschränkung nur bei großen Immobilienprojekten ein Hindernis.

Auch die Beschränkung des Emissionsvolumens dürfte kein nennenswertes Problem darstellen, da Immobilien Crowdfunding, wie vorhin erwähnt, vor allem für das Einsammeln von Mezzaninkapital Sinn macht. Angenommen die Finanzierungsstruktur sieht Eigenmittel von 10%, Mezzanine Kapital von 15% und einen Hypothekarkredit von 75% der Gesamtinvestitionskosten (GIK) vor, so können Projekte bis zu einem GIK von EUR 10 Mio. finanziert werden, womit ein kleiner bis mittelgroßer Immobilienentwickler durchaus arbeiten kann.

---

<sup>39</sup> Vgl. §3 Abs. 3 AltFG

<sup>40</sup> Def. Professionelle Anleger siehe §2 Abs 1 Z 3 AIFMG

<sup>41</sup> Def. Verbraucher siehe §1 Abs 1 Z 2 KSchG

<sup>42</sup> Vgl. Aufsichtsrat aktuell; Nr 3; Linde; Juni 2015

<sup>43</sup> Vgl. §3 Abs. 1 Alt FG

<sup>44</sup> Abzüglich der bereits zurückgezahlten Gelder

<sup>45</sup> Vgl. §3 Abs. 2 AltFG

## 2.4.3 Einlagengeschäft im Sinne des BWG

Bei falscher Ausgestaltung können Crowdfunding-Modelle bewirken, dass die Tätigkeit des Kapitalnehmers als konzessionspflichtiges Einlagengeschäft qualifiziert wird. Gemäß dem BWG ist die gewerbsmäßige „Entgegennahme fremder Gelder zur Verwaltung oder als Einlage“ ein Bankgeschäft, das ausschließlich von beaufsichtigten Kreditinstituten durchgeführt werden darf<sup>46</sup>.

Zum Einlagengeschäft zählt die Entgegennahme fremder Gelder als Einlage mit unbedingtem Rückzahlungsanspruch (dh mit fixer Verzinsung oder aber zumindest Garantie des Nominalbetrages) auf Grundlage standardisierter Verträge<sup>47</sup>.

Die Konzessionspflicht gilt unabhängig davon, ob das Einlagengeschäft der Finanzierung eines Kreditinstituts dient, oder aber den Zweck hat, eine realwirtschaftliche Tätigkeit zu unterstützen<sup>48</sup>. Somit würde die Konzessionspflicht auch greifen, wenn von Unternehmen erstrangig besicherte, bzw. mit anderen Darlehen wie Bankdarlehen gleichrangige Finanzierungsverträge emittiert werden. Einzige Ausnahme bildet die Emission von Unternehmensanleihen. Dieses, vom Gesetzgeber definierte und regulierte Investitionsinstrument, ermöglicht das Einsammeln von Geldern von Privatanlegern im selben Rang wie ein Bankkredit, das heißt, mit unbedingtem Rückzahlungsanspruch<sup>49</sup>. Im AltFG ist jedoch die Emissionsgrenze für Anleihen bei EUR 250.000.- vorgesehen, ab der das KMG anzuwenden ist<sup>50</sup>.

Die Beteiligung an einer Gesellschaft, oder die Entgegennahme und Verwaltung von Eigenkapital – wie etwa durch Aktien, Genussrechte oder nachrangige Darlehen - stellt demgegenüber kein konzessionspflichtiges Bankgeschäft dar<sup>51</sup>. Zu beachten ist in diesem Fall aber, dass die Beteiligung grundsätzlich die Teilnahme des Geldgebers an Gewinnen und Verlusten miteinschließt<sup>52</sup>.

Wird die Verlustteilnahme ausgeschlossen, so kann, zum Beispiel bei der Stillen Gesellschaft, der Tatbestand des konzessionspflichtigen Einlagengeschäfts

---

<sup>46</sup> Vgl. Wieser/Hager; Crowdfunding – Wenn Private für Banken einspringen

<sup>47</sup> Vgl. Wieser/Hager; Crowdfunding – Wenn Private für Banken einspringen

<sup>48</sup> Vgl. Wieser/Hager; Crowdfunding – Wenn Private für Banken einspringen

<sup>49</sup> Vgl. §2. Abs. 2. Z. 2 AltFG

<sup>50</sup> Vgl. §4. Abs. 2 AltFG

<sup>51</sup> Vgl. Wieser/Hager; Crowdfunding – Wenn Private für Banken einspringen

<sup>52</sup> Vgl. Wieser/Hager; Crowdfunding – Wenn Private für Banken einspringen

dennoch erfüllt sein<sup>53</sup>. Außerdem muss bei der Emission von Aktien darauf geachtet werden, dass analog zur Anleihe, im AltFG eine Emissionsgrenze von EUR 250.000.- vorgesehen ist<sup>54</sup>.

Die Aufnahme einer Vielzahl von Darlehen mit „qualifizierter Nachrangklausel“ durch einen Unternehmer stellt der FMA zufolge aber kein konzessionspflichtiges Einlagengeschäft dar.

Eine solche Nachrangvereinbarung hat für den Darlehensgeber zur Folge, dass er im Falle einer ernsten finanziellen Krise des Darlehensnehmers erst mit der Rückzahlung des Darlehens oder der Zahlung von Zinsen rechnen kann, wenn alle anderen Gläubiger des Unternehmens bereits vollständig bedient wurden. Im schlechtesten Fall bedeutet das den Totalverlust des Darlehensbetrags, selbst wenn eine substantielle Insolvenzmasse vorhanden ist und andere Gläubiger ihre gesamten Forderungen erstatten bekommen.<sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> Vgl. Wieser/Hager; Crowdfunding – Wenn Private für Banken einspringen

<sup>54</sup> Vgl. §4. Abs. 2 AltFG

<sup>55</sup> Vgl. Wieser/Hager; Crowdfunding – Wenn Private für Banken einspringen

## 2.5 Ablauf einer Immobilien Crowdfunding Kampagne

Crowdfunding kann durch direkte Ansprache von Investoren oder über eine vermittelnde Internetplattform erfolgen.

Bei einer Emission über eine Plattform muss mit Kosten gerechnet werden, die nach Anbieter und Emissionsvolumen der Finanzierung variieren können. Die Modelle können eine Up Front Fee<sup>56</sup> vorsehen, sowie einen Prozentsatz vom eingesammelten Kapital. Üblicher Weise überweisen die Investoren erst an einen Treuhänder. Dieser zahlt den Emissionserlös nur dann an den Emittenten aus, wenn die Fundingschwelle erreicht wird. Die Gebühr für die Plattform wird meist bei der Auszahlung an den Emittenten von dem Treuhänder direkt an die Crowdfunding Plattform überwiesen.

Die direkte Ansprache von Investoren, ohne die Dienste einer Crowdfunding Plattform in Anspruch zu nehmen, bietet sich nur an, wenn das Unternehmen über eine entsprechende Bekanntheit verfügt und sich bereits im Vorfeld der Kampagne ausreichend Zusagen von Ankerinvestoren sichern kann. Aber die Kosten für eine rechtliche Beratung und Aufwendungen für Marketing sind auch in diesem Fall nicht unerheblich.

Der richtige Zeitpunkt für den Start einer Immobilien Crowdfunding Kampagne ist bei jedem Projekt individuell festzulegen. Bei Immobilienprojekten im Wohn- und Gewerbebereich scheint es auf Grund der hohen Aufwendungen für eine Crowdfunding Kampagne, und auch aus Gründen der Glaubwürdigkeit des Emittenten, ratsam, erst zu einem Zeitpunkt in den Markt zu gehen, an dem von der Realisierbarkeit des Projektes fix ausgegangen werden kann. So sollte die Architektenplanung abgeschlossen sein und eine detaillierte Kostenkalkulation vorliegen. Dies ist unabdingbar, um auf Basis einer verlässlichen Kostenschätzung den Finanzierungsbedarf richtig einschätzen und die passende Fundingschwelle errechnen zu können. Außerdem sollte die Baugenehmigung vorliegen oder das Projekt zumindest weitestgehend mit der Baubehörde vorbesprochen sein und eine Zusage der finanzierenden Bank vorliegen.

---

<sup>56</sup> Die „Up Front Fee“ ist eine unabhängig vom Erfolg der Crowdfunding Kampagne zu zahlende Gebühr

## 2.5.1 Festlegen der Projektfinanzierungsstruktur

Die Suche nach eigenkapitalnahen alternativen Finanzierungsquellen ist für Immobilienunternehmer von hoher Relevanz, da die geforderte Eigenmittelquote der Banken insbesondere für kleine und mittlere Immobilienprojektentwickler im Lichte der Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen steigen. Banken verlangen nun im Allgemeinen eine stärkere Eigenkapitalbasis als vor der Krise 2008. Einsammeln von Mezzanin Kapital durch Immobilien Crowdfunding könnte diesem Problem entgegenwirken.

Dennoch sollte sich die Finanzierbarkeit des Immobilienprojektes nicht ausschließlich auf den Erfolg der Crowdfunding Kampagne stützen. Auf Grund der kurzen Historie gibt es erst wenige Erfahrungswerte mit Immobilien Crowdfunding und daraus resultiert eine Unsicherheit auf Investorensseite und eine schlechte Planbarkeit des Potentials der Crowdfunding Kampagne auf Unternehmensseite.

Die Crowdfunding Finanzierung kann daher nur ein Baustein der Eigenkapitalstruktur sein und, zumindest bis verlässlichere Erfahrungswerte über Immobilien Crowdfunding vorliegen, im Falle eines nicht Gelingen des Crowfundings nicht das gesamte Projekt gefährden. Die Bank bleibt meist, auf Grund der niedrigeren Kosten, der wichtigste Fremdkapitalgeber.

Wie vorhin erwähnt, sind die Instrumente für Immobilien Crowdfunding in der Regel so strukturiert, dass sie von der Bank als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet werden können und die Recovery Rate<sup>57</sup> des Kredites verbessern. Das führt im Ergebnis zu einem besseren Kreditrating und dadurch zu einer Verbesserung der Finanzierungsbedingungen. Im Falle einer geringen Eigenkapitalquote in der Projektgesellschaft könnte ein Misslingen der Crowdfunding Kampagne somit zu einem Problem für die Bonitätseinschätzung der Bank werden. Im schlimmsten Fall führt dies dazu, dass die Bank den Kredit nicht auszahlt und der Unternehmer seine bis dahin geleisteten Investitionen abschreiben muss. Insofern ist es ratsam, die Auswirkungen einer erfolglosen Crowdfunding Kampagne auf die Bankenfinanzierung vertraglich festzuhalten. Aber auch im Erfolgsfall des

---

<sup>57</sup> Recovery Rate = Rückzahlungsquote die die Bank im Falle einer Insolvenz des Gläubigers erhält. Je höher das Wirtschaftliche Eigenkapital und der Wert der Sicherheiten, desto höher ist die Recovery Rate der Bank im Falle einer Insolvenz des Gläubigers.

Crowdfundings können zum Beispiel die Laufzeit oder die Kündigungsmodalitäten<sup>58</sup> darüber entscheiden, ob eine Bank das Instrument als strukturell nachrangig und somit als Ersatz für Wirtschaftliches Eigenkapital akzeptieren kann. Die finanzierende Bank sollte daher immer von Anfang an eng in die Strukturierung des Crowdfunding Instrumentes eingebunden werden.

Neben der Bank müssen auch die Investoren entsprechend detaillierte Unterlagen erhalten, die es ihnen erlauben, das Risiko der Investition einzuschätzen. Daher muss insbesondere der Rang der Crowdfunding Investoren im Vergleich zu anderen Finanzierungsgebern klar dargestellt werden.

Crowdfunding bietet sich vor allem für das Einsammeln von nachrangigem Fremdkapital an, dass mit einem Anteil, zwischen 5% - 20% der Gesamtinvestitionskosten als Stärkung der wirtschaftlichen Eigenmittel dient.

### **2.5.1.1 Fundingschwelle und Fundinglimit**

Bei jeder Crowdfunding Kampagne wird vom Emittenten die Fundingschwelle sowie das Fundinglimit festgelegt. Das bedeutet, dass der Immobilienunternehmer nicht einen exakt festgelegten Betrag an Wertpapieren emittiert, sondern auf Basis seiner Finanzplanung eine Bandbreite festlegt, innerhalb derer das Volumen des mittels Crowdfunding eingesammelten Geldes liegen sollte. Je nach Nachfrage der Investoren wird dann das Fundinglimit erreicht oder nicht.

Diese Festlegung ist wichtig in Hinblick auf die Wirtschaftlichkeit des Fundings. Ab einem gewissen Betrag ist der positive Effekt des Crowfundings auf die Finanzierungsstruktur nicht mehr vorhanden und würde auf Grund der im Vergleich zum Hypothekarkredit höheren Rendite daher zu hohe Kosten verursachen.

---

<sup>58</sup> Anm. Ist z.B. die Laufzeit des Crowdfunding Instrumentes kürzer als die Laufzeit der Bankenfinanzierung, oder besteht eine Kündigungsmöglichkeit für die Crowdfunding Investoren bevor der Bankenkredit fällig ist, kann das Crowdfunding Instrument gegebenenfalls von der Bank nicht als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet werden.

Falls nur ein sehr geringer Betrag eingesammelt werden kann, ist auch kein positiver Effekt auf die Finanzierungsstruktur erkennbar und somit ist der administrative Aufwand, der durch die Vielzahl an kleinen Beträgen von privaten Investoren entsteht, nicht mehr zu rechtfertigen.

Das *Fundinglimit* markiert die Obergrenze. Der Emittent benötigt nicht mehr als diesen Betrag und schließt die Bücher sobald dieser Betrag erreicht wurde.

Die *Fundingschwelle* definiert die Untergrenze. Sollte dieser Betrag nicht bis zu einem festgelegten Datum erreicht werden, macht die weitere Administration der Crowdfunding Investoren für den Emittenten keinen Sinn. In diesem Fall wird er die bereits eingesammelten Gelder zurückzahlen und die Crowdfunding Initiative gilt als gescheitert.

Die Fundingschwelle hat jedoch auch einen reflexiven Einfluss auf Anleger. Wird die Fundingschwelle bald nach dem Start überschritten, wird das als Signal für ein großes Investoreninteresse gesehen. So wird ein starkes Signal an den Markt gesendet, das weitere Investoren anziehen kann.

Eine empirische Studie auf Basis von 48.526 Crowdfunding Projekten der Plattform Kickstarter kam zum Beispiel zu dem Ergebnis, dass eine höhere Fundingschwelle negativ mit dem Erfolg der Crowdfunding Kampagne korreliert<sup>59</sup>.

Daher sollte die Fundingschwelle so angesetzt werden, dass die Mittel jedenfalls ausreichen um das Projekt zu finanzieren, ein Überschreiten der Schwelle aber bereits in einem frühen Stadium der Investitionsphase erwartet werden kann.

### **2.5.1.2 Festlegen von minimaler und maximaler Investitionssumme pro Investor**

Es bietet sich an auch eine Mindestinvestitions- und eine Maximalinvestitionssumme pro Investor zu definieren.

---

<sup>59</sup> Vgl. Mollick, E. 2013; S 8

Die *Mindestinvestitionssumme* ist wichtig, da jeder Investor einen administrativen Aufwand erzeugt und bei zu vielen zu kleinen Beträgen die Wirtschaftlichkeit auf Grund des hohen Administrationsaufwandes nicht mehr gegeben sein könnte.

Eine *Maximalinvestitionssumme* ist aus rechtlicher und steuerlicher Sicht von Bedeutung. Wie vorhin erwähnt, kann bei einer Einzelanlage unter EUR 100.000.- die Prospektpflicht anfallen und bei einer Anlage in ein Investitionsinstrument das unter dem AltFG begeben wurde, muss der Investor ab einem Betrag von EUR 5.000.- bestätigen, dass er

- (I) höchstens das Doppelte seines durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens über 12 Monate gerechnet investiert, oder
- (II) die Auskunft erteilen, dass er maximal 10 % seines Finanzanlagevermögens investiert.<sup>60</sup>

### **2.5.1.3 Verzinsung des Investments und Laufzeit**

Wie bereits erwähnt handelt es sich bei den Anlageinstrumenten, die bei Immobilien Crowdfunding zum Einsatz kommen, meist um Mezzanine Finanzierungsinstrumente, die im Insolvenzfall nachrangig gegenüber allen anderen Gläubigern, jedoch vor einer etwaigen Auszahlung an die Eigenkapitalinvestoren, bedient werden.

Dies bietet auch einen Anhaltspunkt für die Ermittlung des richtigen Zinssatzes. Die gebotene Rendite für den Crowdfunding Investor sollte sich innerhalb dieser Spanne bewegen, also höher sein als die eines erstrangig besicherten Gläubigers, jedoch niedriger als die erwartete Rendite für die Eigenkapitalinvestoren.

Aus Anlegersicht spielen vor allem die Opportunitätskosten eine große Rolle. Wenn der Emittent die Rendite für die Investoren festlegt, bietet es sich an, dass er sich an

---

<sup>60</sup> Vgl. § 3 Abs. 3. AltFG

Anlageangeboten orientiert, die ein vergleichbares Risikoprofil und dieselbe Laufzeit aufweisen.

Eine Besonderheit von Crowdfunding im Vergleich zu herkömmlichen Anlageinstrumenten ist aber der vergleichsweise hohe Stellenwert der individuellen Ansprache des Investors. So können, auch bei gewinnorientierten Crowdfunding, Investoren neben der monetären Vergütung auch andere Gründe für Ihre Anlageentscheidung haben, wie zum Beispiel die bevorzugte künftige Nutzung der Immobilie. Oder es besteht ein emotionales Interesse an der Verwirklichung des Immobilienprojektes.

Insbesondere bei Sonderimmobilien und Sportanlagen kann die persönliche künftige Nutzung einen großen Stellenwert für eine Investitionsentscheidung haben. Solche nicht monetären Bestandteile der Vergütung bei Crowdfunding Projekten nennt man „Goodies“.

Findet der Emittent ein passendes Goodie, das für viele Menschen attraktiv ist, kann das durchaus ausschlaggebend für den Erfolg der Crowdfunding Kampagne sein.

So kann zum Beispiel im Falle der Errichtung einer Sportanlage eine zeitlich begrenzte Gratisnutzung, oder die Errichtung eines exklusiven Bereich, dessen Nutzung ausschließlich Crowdfunding Investoren vorbehalten ist, ein attraktiver Bonus und Teil der Vergütung für den Investor sein. Das einbauen von Goodies in die Renditestruktur kann für den Unternehmer auch attraktiver sein als dem Investor einen höheren Zinssatz zu zahlen<sup>61</sup>.

Im Vergleich zu den meisten Firmen, die sich über Crowdfunding finanzieren, bergen Immobilieninvestitionen, sofern Sie in einer guten Lage mit einem passenden Konzept verwirklicht werden, wie zum Beispiel Wohnimmobilien in Wien, in der Regel aber ein deutlich geringeres Verlustrisiko. Und üblicherweise ist bei einem Immobilienunternehmen auch deutlich mehr Eigenkapital im Unternehmen vorhanden. Eine Investition in ein junges Unternehmen, das sich mit seinem Produkt erst am Markt etablieren muss, dürfte daher in der Regel mit einem größeren Verlustrisiko behaftet sein.

---

<sup>61</sup> Siehe auch „Praxisbeispiel 2“ im Anhang dieser Arbeit

Insofern wäre es nachvollziehbar die Rendite von Mezzaninkapital für Immobilienprojekte auch unterhalb der Rendite von Mezzaninkapital für junge Unternehmen anzusetzen.

Darüber hinaus besteht natürlich auch ein enger Zusammenhang zwischen Zinssatz und Laufzeit. Je länger die Laufzeit, desto höher muss die dem Investor gebotene Rendite sein.

Fremdkapitalähnliche Mezzanine Finanzierungsinstrumente, die bei Immobilien Crowdfunding eingesetzt werden, weisen in der Regel eine Laufzeit bis 5 Jahre auf, in Ausnahmefällen bis 7 Jahre. Bei langen Laufzeiten ist es für den Unternehmer jedoch schwerer eine genaue Planung zu erstellen. Und auch für den Investor bedeutet eine längere Laufzeit immer ein höheres Risiko. Daher bietet es sich an, bei Investments mit langer Laufzeit, die Vergütung des Investors zumindest teilweise an den Unternehmenserfolg zu binden. So kann dem Investor für sein Risiko eine größere Gewinnchance geboten werden und bei einer schlechten Performance profitiert das Unternehmen von geringeren Finanzierungskosten.

Aus unternehmerischer Sicht sollte sich die Laufzeit des Finanzierungsvertrages natürlich in erster Linie nach dem erwarteten Cash Flow aus dem Immobilienprojekt richten. Die Fälligkeit sollte daher erst dann eintreten, wenn selbst in einem Negativszenario ausreichend Liquidität für die Bedienung der Verbindlichkeit vorhanden sein wird. Bei Immobilienprojekten ist die Rückzahlung des Mezzaninkapitals üblicher Weise mit dem Verkauf der Immobilie verbunden.

Die Laufzeit der Mezzaninfinanzierung hat auch großen Einfluss auf die Beurteilung der strukturellen Nachrangigkeit durch die Bank. Als erstrangig besicherter Kreditgeber wird die Bank die Mezzaninfinanzierung nur dann als wirtschaftlichen Eigenmittlersatz werten, wenn sie davon ausgehen kann, dass das Mezzaninkapital nicht zurückgezahlt wird, bevor nicht der Bankkredit getilgt wurde. Diese Zusicherung ist der Bank wichtig, damit es ohne ihrer Zustimmung keinen Abfluss von Eigenmittel gibt, bevor die Fremdverbindlichkeiten nicht auch in einem entsprechenden Maße reduziert wurden. Die Bank möchte so sicherstellen, dass das Unternehmen auch nach (teilweiser) Rückzahlung des Mezzanin Kapitals über eine akzeptable Haftungsquote verfügt. Aus diesem Grund liegt die Fälligkeit des Mezzaninkapitals in der Regel nach der Fälligkeit der Bankenfinanzierung, oder weist Vertragsbestandteile auf, die sicherstellen, dass ohne Zustimmung der Bank

keine Rückführung der nachrangigen Finanzierung vor Rückzahlung des Bankkredits erfolgt.

Es gibt in Bezug auf die Festlegung der Laufzeit aber auch regulatorische Vorgaben zu beachten. So ist es im Falle eines Nachrangdarlehens wichtig, dem einzelnen Investor eine „angemessene Kündigungsmöglichkeit“ zu bieten, da auf Grund der Nachrangigkeit des Finanzierungsvertrages sonst eine Risikogemeinschaft vorliegen könnte. Für die Risikogemeinschaft gilt in der Regel der Tatbestand der Veranlagung als erfüllt, was die volle Prospektspflicht nach KMG auslösen würde<sup>62</sup>.

Eine Risikogemeinschaft der nachrangigen Gläubiger läge vor, wenn der Finanzierungsvertrag eine klare eigenkapitalähnliche Ausgestaltung vorweist, die mit dem Erwerb eines GmbH-Anteils vergleichbar ist, wie zum Beispiel das Fehlen einer Fälligkeit, oder eine sehr lange Laufzeit ohne Kündigungsmöglichkeit<sup>63</sup>.

Auch die Rendite ist in diesem Zusammenhang von Bedeutung. Um die Risikogemeinschaft zu vermeiden, sollte die Rendite des Mezzanin Investors primär unabhängig vom Erfolg der Investition sein. Ein kleiner Bonus im Falle des Erfolges oder eine geringe Gewinnbeteiligung sind aber kein Problem, solange die erfolgsunabhängige Verzinsung das überwiegende Element darstellt.<sup>64</sup>

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang auch die steuerliche Komponente. Eine gewinnabhängige Rendite kann vom Unternehmen nicht als Betriebsausgabe verbucht werden und wird analog zu einer Gewinnausschüttung versteuert. Insofern vermindert er nicht die Bemessungsgrundlage für die Körperschaftssteuer (KöSt) und ist für den Emittenten teurer.

Tabelle 2: Besteuerung Zinszahlung aus Sicht des Emittenten:

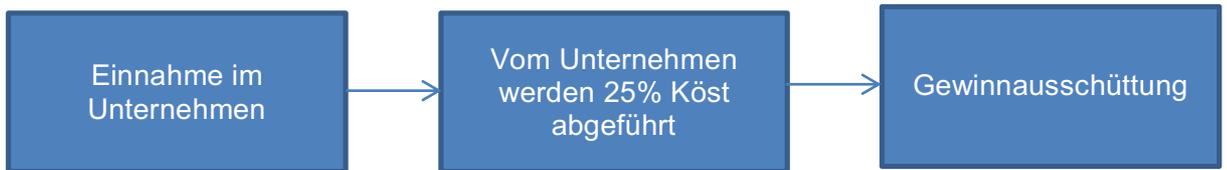


<sup>62</sup> Vgl. Pittl/Steiner, ZFR 2014/103, S. 159

<sup>63</sup> Vgl. Pittl/Steiner, ZFR 2014/103, S. 158

<sup>64</sup> Vgl. Pittl/Steiner, ZFR 2014/103, S. 159

Tabelle 3: Besteuerung Gewinnbeteiligung aus Sicht des Emittenten:



## 2.5.2 Vermarktung des Crowdfunding-Projektes

Crowdfunding wurde ursprünglich für die Finanzierung der Verwirklichung von innovativen Ideen oder sozial nützlichen Projekten erfunden. Die Ansprache von vernetzten Gruppen über das Internet ist ein wichtiger Erfolgsfaktor dieser Finanzierungsform.

Meist bestand das Motiv des Anlegers bei der Investitionsentscheidung darin, dazu beizutragen, dass das Projekt generell verwirklicht wird, oder dass er das Produkt frühzeitig nutzen kann. Die Entscheidung für die Investition basierte kaum auf der in Aussicht gestellten Rendite, sondern viel mehr auf dem Willen, das Projekt zu unterstützen. Insofern spielte neben der Idee an sich auch die Professionalität der Präsentation und die Integrität des Gründers eine große Rolle am Erfolg der Crowdfunding Kampagne.

Auch wenn sich Immobilienprojekte grundlegend von Start-ups unterscheiden und Investoren in der Entscheidung für ein Immobilieninvestment die monetäre Komponente der Rendite stärker gewichten, sollten die Innovationen des Crowdfunding, die dieser jungen Finanzierungsform zu ihrem globalen Erfolg verhelfen, nicht außer Acht gelassen werden. Insbesondere bei der Finanzierung von Freizeit und Sonderimmobilien bietet sich dies an und wird auch in der Praxis angewendet.

Ein wichtiges Element bildet dabei die Preisdifferenzierung für die künftige Nutzung des Objekts. So kann zum Beispiel im Falle der Finanzierung einer Sportanlage eine günstigere Nutzung ein wichtiges Argument für einen Investor sein. Genauso wäre ein exklusives Nutzungsrecht für einen Teil der Anlage vorstellbar.

Crowdfunding Investoren sollten generell, wenn möglich, bei der Konsumation bevorzugt werden. Dadurch wird eine privilegierte Gruppe gebildet, die Vorteile im künftigen Konsum dank der Investition in das Projekt genießt<sup>65</sup>.

In der Studie „Crowdfunding: Tapping the right crowd“ wird der zusätzliche Nutzen von Goodies bei Crowdfunding untersucht. Die Studie kommt dabei zu dem Schluss, dass das Anbieten von passenden Goodies den Aufbau einer Gemeinschaft fördert, was wiederum eine elementare Bedeutung für den Erfolg der Crowdfunding Kampagne hat<sup>66</sup>.

Es ist daher sehr wichtig, dass der Unternehmer die Interessen seiner Investoren und künftigen Konsumenten gut einschätzt und ein passendes Angebot aus finanzieller Rendite und persönlichem Vorteil bietet, das die Bedürfnisse der Investoren und Konsumenten bestmöglich befriedigt und so schon von Anfang an auch deren Interesse am künftigen Konsum weckt.

Mittels Crowdfunding kann aber auch ein bereits bestehendes emotionales Interesse, zum Beispiel am sportlichen Erfolg einer Fußballmannschaft, für die Projektfinanzierung genutzt werden.

So stützte sich die Finanzierung des Baues eines neuen Fußballstadion in Wien Hütteldorf neben öffentlichen Förderungen, Sponsorengeldern und einem Bankkredit, auf ein mittels einer Crowdfunding Plattform emittierten Nachrangdarlehen, das neben dem Basiszins auch eine Vergütung abhängig vom sportlichen Erfolg der Fußballmannschaft bietet<sup>67</sup>. Dadurch werden die persönlichen Bedürfnisse der Fangruppe mit der Finanzierung verbunden und die potentiellen Investoren somit besser angesprochen, als dies zum Beispiel mit der Emission einer Fix-Verzinsten Anleihen möglich gewesen wäre. Diese Art der Verbundenheit mit dem Vorhaben kann für einen Investor ausschlaggebend sein sich an einem Projekt zu beteiligen.

Bei Crowdfunding Investoren handelt es sich um Privatpersonen, die oft nicht über eine wirtschaftliche Ausbildung verfügen und in Projekte investieren, die meist noch keine Historie vorweisen können. Umso wichtiger ist es daher über welche Kanäle

---

<sup>65</sup> Vgl. Kostadinovski; Crowdfunding als Mittel der Projektfinanzierung; S. 29

<sup>66</sup> Vgl. Belleflamme; Lambert ; Schwienbacher ; Crowdfunding: Tapping the right crowd

<sup>67</sup> Vgl. Artikel: Sensationeller Start für Crowdfunding Rapid InvestOR

die Investorenansprache erfolgt und wie sich das Unternehmen nach außen präsentiert.

Ein formeller, aber für den Erfolg der Crowdfunding Kampagne wichtiger Faktor, der sich bei einer empirischen Untersuchung von über 48.500 Projekten aus allen Bereichen auf der Crowdfunding Plattform Kick Starter gezeigt hat, ist die Wichtigkeit eines Präsentationsvideos des Geschäftsführers im Internet. Gemäß dieser Studie verringert sich die Chance auf ein erfolgreiches Crowdfunding Projekt um 26%, sollte der Emittent auf so ein Video verzichten<sup>68</sup>. Ein Video dauert in der Regel nur wenige Minuten und ist im Idealfall professionell produziert. Wichtig ist, dass alle relevanten Fakten innerhalb weniger Minuten klar und leicht verständlich vermittelt werden.

Als einen weiteren Faktor für den Erfolg einer Crowdfunding Kampagne nennt diese Studie noch die Bereitstellung von regelmäßigen Updates über den Projektfortschritt für die Investoren. Unternehmer, die alle Schritte gut dokumentierten und zeitnahe ins Netz stellten, hatten nachweislich mehr Erfolg, als Unternehmer, die auf eine laufende Kommunikation mit den Investoren verzichteten.

Des Weiteren wurde die Vermarktungsdauer und Finanzierungshöhe der Crowdfunding Kampagnen analysiert und ein Bezug zu deren Erfolg hergestellt. Dabei stellte sich heraus, dass eine kurze Vermarktungsdauer und niedrige Finanzierungsziele zu den erfolgreichsten Kampagnen führten.

Durch ein rasches Erreichen des Finanzierungszieles wird signalisiert, dass die Nachfrage hoch ist und so können weitere Investoren von einer Investition in das Projekt überzeugt werden. Es ist daher von Vorteil, wenn der Unternehmer sich bemüht, aus seinem privaten Umfeld erste Investoren zu gewinnen. Wenn von Anfang an mehrere Personen investieren, wird die Crowd durch den guten Start der Kampagne positiv beeinflusst.

Bei der Zusammenstellung der Informationsunterlagen ist generell darauf zu achten, dass der Investor ausführliche und detaillierte Informationen erhält, um eine qualifizierte Investitionsentscheidung fällen zu können. Um dies zu gewährleisten, sollten die Investoren neben den gesetzlich vorgeschriebenen Unterlagen zumindest eine Architekten-Studie und eine genaue Beschreibung der geplanten Bauarbeiten inklusive eines Zeitplanes und einer Kostenrechnung des Immobilienprojektes erhalten<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> Vgl. Mollick E.; The dynamics of crowdfunding: An exploratory study

<sup>69</sup> Siehe auch Kapitel „Prospektpflicht“

## 3 Veranlagungsinstrumente für Immobilien

### Crowdfunding

Die folgenden Kapitel widmen sich den für Immobilien Crowdfunding üblichen Investitionsinstrumenten und analysieren inwiefern sie sich für die Finanzierung von Immobilienprojekten eignen. Dabei werden die Gemeinsamkeiten und Alleinstellungsmerkmale der Instrumente untersucht und die wichtigsten Vor- und Nachteile herausgearbeitet.

Während in Österreich theoretisch eine Vielzahl an Beteiligungsmöglichkeiten und Darlehensformen für die Einbindung von Privatpersonen in die Finanzierung von Immobilienprojekten denkbar wäre, zeigt sich beim Immobilien Crowdfunding eine klare Präferenz auf das *Nachrangdarlehen* und das *Genussrecht*. Der Vorteil dieser Instrumente ergibt sich aus der vergleichsweise umfassenden vertraglichen Freiheit und der einfachen Administration dank standardisierter Verträge. So lassen sich diese Instrumente einfach verbriefen und sind auch bei einer großen Anzahl an Investoren günstig zu administrieren. Ein weiteres wichtiges Argument ist, dass die Investoren nicht über Mitbestimmungsrechte im Unternehmen verfügen.

Gemeinsam ist ihnen die nachrangige Ausgestaltung in Bezug auf die Forderungen anderer Gläubiger des Unternehmens. Dadurch lässt sich die Eigenkapitalquote des Emittenten dank Anrechnung des wirtschaftlichen Eigenkapitals verbessern, was wiederum die Kreditaufnahme erleichtert.

Prinzipiell ist es auch denkbar ein Immobilienprojekt ausschließlich mittels Crowdfunding zu finanzieren, dies wird bei gewöhnlichen Projekten im Wohn- oder Gewerbebereich in der Praxis jedoch nicht umgesetzt, da die Bankenfinanzierung im aktuellen Zinsumfeld unschlagbar günstig ist.

Vereinzelt gibt es Ausnahmen in der Wahl des Finanzierungsinstrumentes, vor allem bei Spezialimmobilien. So gibt es international Beispiele von Crowdfunding für Spezialimmobilien, meist zur Freizeitgestaltung im öffentlichen Bereich, die

ausschließlich mittels Crowdfunding und gegebenenfalls unter Einbeziehung öffentlicher Zuschüsse finanziert werden<sup>70</sup>.

Wie erwähnt, ist Crowdfunding bei marktüblichen Immobilienprojekten für den Emittenten daher insbesondere als wirtschaftlicher Eigenkapitalersatz interessant, da die Rendite für die Crowdfunding Investoren im Allgemeinen deutlich unter der für das Eigenkapital erwarteten Rendite liegt, aber über den Zinskosten eines Bankkredites.

Zusammengefasst sind die Anforderungen an das passende Veranlagungsinstrument aus Unternehmenssicht daher:

- Kein Mitsprache für Investoren bei der Unternehmensführung
- Wenn möglich eine fremdkapitalähnliche Entlohnung der Investoren um die Zinskosten von der Bemessungsgrundlage der KÖSt abziehen zu können
- Stärkung der Finanzierungsstruktur, bzw. Stärkung der wirtschaftlichen Eigenkapitalquote um bessere Bankenkonditionen zu erhalten und so die Finanzierungskosten zu optimieren
- Kostengünstige Administration der Investoren durch standardisierte Verträge
- Geringe Emissionskosten

Wichtig aus Investorensicht sind:

- Ein faires Risiko/Ertragsverhältnis
- Transparenz der Projektrisiken und Chancen; Gegebenenfalls durch Prüfung von Experten
- Einfache Abwicklung
- Kurze und verständliche Verträge

Abschließend bleibt festzuhalten, dass es in Österreich durchaus private Unternehmen gibt, die ganze Immobilienportfolios über alternative

---

<sup>70</sup> Vgl. Sell S.; Case Study: Crowdfunding a new urban park in south London

Anlageinstrumente finanzieren. Es handelt sich hierbei jedoch um vergleichsweise große Unternehmen mit einem hohen Bekanntheitsgrad. Als Finanzierungsinstrument kommt dann meist die Anleihe zum Einsatz.

Obwohl sich das Angebot der Firmen meist auch an private Anleger richtet, kann hierbei jedoch nicht mehr von klassischem Crowdfunding gesprochen werden. In der Regel werden diese Anleihen auch von Institutionellen Investoren gezeichnet und fallen, auf Grund des hohen Emissionsvolumens und der Unternehmensgröße, unter die die volle Prospektspflicht nach KMG.

Im Folgenden werden die Eigenschaften sowie die Vor- und Nachteile der geeignetsten Veranlagungsinstrumente für Immobilien Crowdfunding in Österreich beleuchtet. Daher widmen sich jeweils ein Kapitel dem Genussrecht und eines dem Nachrangdarlehen.

Diese Hybriden Finanzinstrumente erfüllen die oben genannten Kriterien weitestgehend und verfügen über große Vertragsfreiheit, die sich in der steuerlichen Betrachtung und in der Bilanzierung unterschiedlich auswirken können. Der Ausdruck Hybrid steht in diesem Zusammenhang für die Flexibilität in der Passivierung. Es handelt sich um Mezzaninkapital<sup>71</sup> und je nach vertraglicher Ausgestaltung erfolgt die bilanzielle Einordnung als Fremdkapital oder als Eigenkapital.

Tabelle 4: Bilanzielle Einordnung von Genussrechten und Nachrangdarlehen

EIGENKAPITAL	MEZZANINKAPITAL		FREMDKAPITAL
	Eigenkapitalnahe	Fremdkapitalnahe	
Aktien / Anteile	Genussrechte		Bankdarlehen / Anleihe
	←—————→		←—————→
			Nachrangiges Darlehen

<sup>71</sup> Siehe auch Kapitel Mezzaninkapital

### 3.1 Genussrecht

Genussrechte sind Finanzierungsinstrumente die in Österreich keinen eigenen gesetzlichen Rahmen unterliegen. Die Ausgestaltungsmöglichkeiten von Genussrechten sind daher äußerst vielfältig. So können Genussrechte gegen Sacheinlagen oder Dienstleistungen ausgegeben werden und es kann sowohl eine juristische als auch eine natürliche Person als Emittent auftreten. Die vertragliche Ausgestaltung unterliegt dabei alleine den involvierten Parteien im Rahmen der Privatautonomie<sup>72</sup>.

Das Genussrecht kann sowohl Fremdkapitalcharakteristika aufweisen, wie eine fixe Laufzeit und einen fix vereinbarter Zinssatz, als auch Eigenkapitalcharakteristika, wie eine Gewinnbeteiligung oder die Bindung der Rückzahlung des investierten Betrages an den Unternehmenserfolg. Je nach dem ändert sich auch die steuerliche und bilanzielle Handhabung.

Werden Genussrechte verbrieft, spricht man von Genussscheinen. Ein Genussschein kann über ein öffentliches Angebot emittiert werden (in diesem Fall sind jedoch die bei öffentlichen Angeboten geltenden regulatorischen Vorgaben zu beachten, insbesondere die Prospektpflicht, die abhängig von der Größe der Emission im AltFG, KMG, Börse Gesetz (BörseG) geregelt wird, sowie das Kreditschutzgesetz (KSchG) und das Allgemeine Bürgerliche Gesetz Buch (ABGB)), oder auch nur die Form eines Vertrages zwischen zwei Parteien annehmen.

Genussrechte können aber niemals gleichwertig mit einer Firmenbeteiligung sein. Ein Charakteristikum, das allen Genussrechten gemein ist, ist das Fehlen von Stimmrechten im Unternehmen. Eine Beteiligung am Gewinn und am Liquidationserlös ist aber möglich.

Prinzipiell kann die Befriedigung der Genussrechtsinhaber gleich- oder nachrangig gegenüber den anderen Gläubigern des Emittenten erfolgen. Sie dürfen jedoch nicht gegenüber anderen Gläubigern bevorzugt und zu deren Lasten vorab befriedigt werden. Auf Grund dieser Besonderheiten können Genussrechte nicht eindeutig als Fremd- oder Eigenkapital gewertet werden.

Wie im Falle des Nachrangdarlehens, wird diese Wertpapiergattung in der Praxis bei Immobilien Crowdfunding Projekten stets als klar nachrangig gegenüber allen

---

<sup>72</sup> Bauer; Genussrechte – ein Zivilrechtlicher Überblick von

anderen Verbindlichkeiten formuliert. Die Genussscheine werden so ausgestaltet, dass sie als Mezzaninkapital einzuordnen sind.

Während in Österreich das Nachrangdarlehen in der steuerlichen Betrachtung eindeutig immer als Fremdkapital gewertet wird, ist dies beim Genussrecht aber nicht zwingend der Fall. So wird in der Berechnung der Bemessungsgrundlage zwischen Obligationenartigen- und Substanzgenussrechten unterschieden. Erstere weisen anleiheähnliche-, letztere aktienähnliche Vertragsbedingungen auf. Je nach Ausgestaltung des Genussrechts ändert sich die Bemessungsgrundlage der KÖSt in Abhängigkeit von der Zahlung an den Investor.

### **3.1.1 Bilanzielle Darstellung und steuerliche Handhabung von Genussrechten**

Im Folgenden werden die Voraussetzungen der steuerlichen Zuordnung des Genussrechts für Emittenten in Form von Kapitalgesellschaften beleuchtet. Es wird die Darstellung in der Bilanz untersucht und die wichtigsten Parameter für die Einordnung als Eigen- beziehungsweise Fremdkapital identifiziert.

Dafür bietet es sich an, Obligationenartige Genussrechte und Substanzgenussrechte getrennt zu analysieren.

Der Investor ist in der steuerlichen Betrachtung stets eine natürlich Person.

#### **3.1.1.1 Obligationenartige Genussrechte**

Kann ein Genussrechtsvertrag nicht die strengen Kriterien für die Bilanzierung als Eigenkapital erfüllen, wird das Genussrecht bilanziell immer dem Fremdkapital zugeordnet. Man spricht dann vom Obligationenartigen Genussrecht.

Ein Obligationenartiges Genussrecht wird wie eine nachrangige Verbindlichkeit behandelt und analog dem Nachrangdarlehen bilanziert. Dementsprechend wird das Obligationenartige Genussrecht in der Bilanz unter „Sonstige Verbindlichkeiten“ als „Sonstige Darlehen“ ausgewiesen.

Tabelle 5: Bilanzierung Obligationenartiger Genussrechte

<u>Aktiva</u>	<u>Passiva</u>
Anlagevermögen	Eigenkapital
Umlaufvermögen	Rückstellungen
Rechnungsabgrenzungsposten	Verbindlichkeiten <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten</li> <li>2. Sonstige Verbindlichkeiten</li> </ol>

Obligationenartige  
Genussrechte

Während in der Bonitätsbeurteilung eine Verbuchung des Genussrechtes als Eigenkapital in der Bilanz zu einer Verbesserung der Eigenkapitalquote führt und somit aus Unternehmenssicht zu begrüßen wäre, ist es in der steuerlichen Betrachtung für den Unternehmer vorteilhaft, wenn die Zuordnung zu Fremdkapital erfolgt. In diesem Fall kann er die Zahlungen für die Genussrechtsinvestoren nämlich unter dem Punkt „Zinsen und ähnliche Aufwendungen“ als „Vergütung für Genussrechtskapital“ in der Gewinn und Verlust Rechnung ausweisen und dadurch die Bemessungsgrundlage für die Berechnung der Körperschaftssteuer verringern. Um die Zahlungen für das Genussrecht steuerlich als Aufwendung ausweisen zu können, muss eine vom Unternehmenserfolg unabhängige Zahlung, üblicher Weise in Form von Zinsen, erfolgen.

Zur Beurteilung der Steuerbelastung des privaten Anlegers wiederum, muss in diesem Fall unterschieden werden, ob es sich um verbrieftes Genussrechte handelt und von der ausschüttenden Kapitalgesellschaft die Kapitalertragssteuer

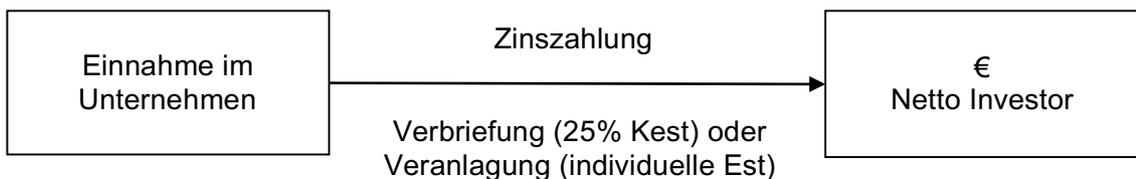
einbehalten wird, oder ob er die Einnahme in die private Einkommenssteuererklärung aufnehmen muss.

Wurde ein *Genussrecht nicht verbrieft*, so ist die erhaltene Zahlung aus dem Genussschein vom Investor in dessen Einkommenssteuererklärung aufzunehmen<sup>73</sup>.

Handelt es sich um ein *verbrieftes Genussrecht*, so ist die gesamte Einkommenssteuer mit der Kapitalertragssteuer abgegolten. Als Alternative zu dieser Endbesteuerung kann der normale Steuersatz (und nicht der Hälftesteuersatz) zur Anwendung kommen<sup>74</sup>.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Zahlung an den Genussrechtsinhaber im Falle eines Obligationenähnlichen Genussrechtes nur durch die Kapitalertragssteuer (bei Verbriefung), oder die individuelle Einkommenssteuer des Investors, belastet wird. Die Bemessungsgrundlage für die Köst des Emittenten verringert sich um den für die Zinszahlung geleisteten Betrag.

Tabelle 6: Versteuerung der Zinszahlung eines Obligationenähnlichen Genussrechtes



<sup>73</sup> AWS; i2; Die steuerliche Behandlung von Business Angels-Beteiligungen; S. 5

<sup>74</sup> AWS; i2; Die steuerliche Behandlung von Business Angels-Beteiligungen; S. 5

### 3.1.1.2 Substanzgenussrechte

Ob ein Genussrecht als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet wird, hängt von seiner vertraglichen Ausgestaltung ab, da bei der Formulierung des Vertrages weitgehende Autonomie besteht. Im Unternehmensgesetzbuch findet sich diesbezüglich keine umfassende Regelung.

Die rein formelle Definition von Eigenkapital ergibt sich nach § 224 Abs. 3 UGB. Demnach besteht das Eigenkapital ausschließlich aus dem Nennkapital, den Kapitalrücklagen und dem Bilanzgewinn.

Es muss somit im Einzelfall untersucht werden, ob eine ausreichende Haftungsfunktion vorliegt, um den Genussschein als materielles Eigenkapital zu werten.

Materielles Eigenkapital wird in der Bilanz als Sonderposten nach dem Eigenkapital und vor den un versteuerten Rücklagen ausgewiesen.

Tabelle 7: Bilanzierung von Substanzgenussrechten



<u>Aktiva</u>	<u>Passiva</u>
Anlagevermögen	Eigenkapital Genussrechtskapital
Umlaufvermögen	Rückstellungen
Rechnungsabgrenzungsposten	Verbindlichkeiten

Im Allgemeinen wird Genussrechtskapital wie Eigenkapital bilanziert, wenn die Haftungsqualität in der Unternehmenskrise mit der des Eigenkapitals vergleichbar ist.

Wichtige Voraussetzungen<sup>75</sup> sind:

- Keine zeitliche Befristung
- Erfolgsabhängige Vergütung
- Volle Teilnahme am Verlust
- Nachrangigkeit gegenüber allen anderen Verbindlichkeiten des Unternehmens

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, kann das Genussrecht als Partizipationskapital in der Bilanz ausgewiesen werden.

Insbesondere die Teilnahme am Verlust ist bei Genussrechten für Immobilienfinanzierungen jedoch nicht üblich. Die volle Teilnahme am Verlust würde bedeuten, dass ein Jahresverlust des Emittenten dem Genussschein zugewiesen werden kann und es so zu einer Reduktion des Rückzahlungsbeitrages und der Bemessungsgrundlage für die periodische Vergütung kommt.

Das Element der schuldrechtlichen Kapitalüberlassung gegen Gewinnbeteiligung, bei ausbleibender Verpflichtung zur Erhöhung der durch Verlust verminderten Einlage, verbindet Genussrechtsverhältnisse mit stillen Gesellschaften<sup>76</sup>.

Während die Klassifikation des Substanzgenussrechtes als Eigenkapital positive Auswirkungen auf die Bonität des Unternehmens hat und somit Vorteile in der Kreditaufnahme verspricht, ist dieses Finanzierungsinstrument aus unternehmerischer Sicht, bei gleicher Vergütung, höher besteuert als ein Obligationenartiges Genussrecht oder ein Nachrangdarlehen. In der steuerlichen Betrachtung definiert der Gesetzgeber, dass „Ausschüttungen jeder Art auf Genussrechte, mit denen das Recht auf Beteiligung am Gewinn und am Liquidationserlös der Kapitalgesellschaft verbunden ist, das Einkommen nicht mindern“<sup>77</sup>. Auch hier kommt der Teilnahme am Gewinn eine tragende Rolle zu. Die erfolgsabhängige Zahlung an den Genussrechtsbegünstigten wird steuerlich, analog zur stillen Gesellschaft, wie eine Gewinnausschüttung behandelt. Die Gewinnbeteiligung des Genussrechtsinvestors in diesem Fall vom

---

<sup>75</sup> Diese Voraussetzungen gelten allgemein für die Bilanzierung von Mezzanin Kapital als Eigenkapital und wurden im Kapital Mezzanine Kapital bereits im Detail dargestellt.

<sup>76</sup> Siehe § 179,180,181 UGB

<sup>77</sup> Vgl. § 8 Abs. 3 S 2 KStG

Jahresüberschuss bezahlt und kann nicht zu der Bemessungsgrundlage für die Körperschaftssteuer addiert werden.

Die weitere Besteuerung ist dann von der Wahl des Investors abhängig. Im Regelfall wäre die Ausschüttung an den Investor mit 27,5% Kest endbesteuert.

Für den Fall, dass der Hälftesteuersatz des Investors niedriger ist, kann auf Antrag eine Veranlagung erfolgen. Der Hälftesteuersatz hat den Vorteil, dass der Investor Aufwendungen, die er für seine Beteiligung tätigt, wie zum Beispiel Kreditzinsen oder Beratungsaufwendungen, abgezogen werden können.<sup>78</sup>

Tabelle 8: Versteuerung der Zinszahlung eines Substanzgenussrechtes



### 3.1.2 Anwendbarkeit des Genussrechts in der Immobilienfinanzierung

Auf Grund der Vertragsfreiheit und der Möglichkeit, die Vergütung der Investoren in Abhängigkeit von unterschiedlichen Voraussetzungen frei festzulegen, eignet sich der Genussschein vor allem für die Finanzierung von Projekten, die gewisse Unsicherheiten in Bezug auf das Timing des Cash Flows enthalten.

So wundert es nicht, dass dieses Instrument wiederholt für die Finanzierung von Freizeitparks und Sportanlagen zur Anwendung kommt<sup>79</sup>.

<sup>78</sup> AWS; i2; Die steuerliche Behandlung von Business Angels-Beteiligungen; S. 4

<sup>79</sup> Siehe Beispiel im Anhang zur Crowdfunding Kampagne „Schneeerlebniswelt Wien“ der Plattform 1000 x 1000 im Jahr 2015

Ein weiteres wichtiges Merkmal des Genussscheins ist die leichte Übertragbarkeit. Insofern eignet sich der Genussschein auch gut für Projekte mit einer sehr langen Laufzeit. Auf Grund der einfachen Übertragbarkeit können Investoren gewonnen werden, die eventuell nicht für die gesamte Projektlaufzeit investiert bleiben möchten.

Aber da es sich bei Emissionen, bei denen Genussscheine im Zuge einer Crowdfunding Initiative begeben werden, in der Regel um überschaubare Emissionsvolumen handelt, ist meist kein liquider Sekundärmarkt vorhanden. Ein Crowdfunding Investor darf daher nicht davon ausgehen im Bedarfsfall seine Genussscheine rasch verkaufen zu können.

### **3.1.3 Das Genussrecht aus Sicht des Emittenten**

Aus Sicht eines Immobilienunternehmers bietet die Emission von Genussscheinen unter dem AltFG viele Vorteile. Nachdem diese Wertpapiergattung nicht explizit reguliert ist, können die Vertragsbedingungen grundsätzlich vom Emittenten festgelegt werden. Der Emittent ist nur durch sehr wenige formale Voraussetzungen beschränkt. So können Genussscheine auch von nicht-operativen GmbHs oder neu gegründeten Gesellschaften emittiert werden. Trotzdem kann ein Genussschein so ausgestaltet werden, dass eine Notierung an der Börse grundsätzlich möglich ist. Daher kann diese Wertpapierform auch gut von wachsenden Immobilienunternehmen als erster Einstieg in den regulierten Kapitalmarkt genutzt werden.

Die Freiheit der Vertragsform bietet auch Vorteile in Hinblick auf die Strukturierung der Rückzahlung und der Vergütung. Immobilienprojektentwicklungen haben in der Regel in den ersten 1 – 2 Jahren keine nennenswerten Einnahmen. Ein Bankkredit hat bei diesen Strukturen stets den Nachteil, dass zumindest Zinsen regelmäßig berechnet werden. Der Genussschein kann hingegen so ausgestaltet werden, dass die Ratenzahlung in Abhängigkeit von den Einnahmen des Projektes erfolgt. So kann die Rückzahlung und Vergütung der Investition auf den Businessplan

zugeschnitten werden und von Parametern wie zum Beispiel dem Unternehmenserfolg abhängig gemacht werden.

Auch die steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten machen einen Genussschein attraktiv. Wird, wie vorhin beschrieben, der Genussschein ähnlich einem Darlehen strukturiert, so dass erfolgsunabhängige Zinszahlungen vereinbart werden, können diese Zahlungen analog zur Zinszahlung für einen Bankkredit von der Bemessungsgrundlage der Unternehmenssteuer abgezogen werden.

Wird andererseits eine Struktur ähnlich einer Unternehmensbeteiligung vereinbart, müssen die Zahlungen zwar steuerlich wie der Unternehmensgewinn behandelt werden, dafür kann das Genussrechtskapital in der bilanziellen Darstellung ganz oder teilweise als Eigenkapital ausgewiesen werden. So kann die Kapitalbasis des Unternehmens gestärkt werden, ohne weitere stimmberechtigte Gesellschafter aufnehmen zu müssen.

Die Nachteile für den Emittenten sind die höhere Vergütung, die der Emittent den Investoren im Vergleich zu regulierten und standardisierten Anlageinstrumenten bieten muss, sowie das geringere Platzierungsvolumen.

Auf Grund der geringen Platzierungsvolumen, der strukturellen Nachrangigkeit im Falle eines obligationsähnlichen Genussschein und den fehlenden Stimmrechten im Falle eines Substanzgenussrechtes, ist diese Anlageform eher für private Investoren geeignet, die bei der Vermögensanlage frei agieren können, als für Institutionelle Investoren, die in der Regel auch nicht in solche Asset-Klassen investieren.

Für die effiziente Abwicklung von vielen Privatinvestoren, die sich über das Unternehmen, oder über eine Crowdfunding Plattform, mit kleinen Investitionsbeträgen an einem Immobilienprojekt beteiligen möchten, scheint der Genussschein aber gut geeignet.

### **3.1.4 Das Genussrecht aus Sicht des Anlegers**

Aus Sicht des privaten Kapitalgebers kann ein Genussschein nicht in eine fixe Risikokategorie eingeordnet werden, da viel von der individuellen Ausgestaltung des Wertpapiers abhängt. Generell ist die Investition in einen Genussschein aus Risikosicht jedoch zwischen einer Investition in eine Anleihe und der Investition in eine Aktie anzusiedeln.

Nachdem der Genussschein aber nie über Stimmrechte im emittierenden Unternehmen verfügt, ist der Genussrechtsinhaber auch nicht zur Teilnahme an der Hauptversammlung berechtigt und hat keine Möglichkeit die Geschäftsführung zu beeinflussen.

Die große gestalterische Freiheit des Emittenten bei der Erstellung des Vertrages macht es für den Anleger jedenfalls unabdingbar sich eingehend mit dem Projekt und dem Genussrechtsvertrag zu beschäftigen.

Der Genussschein ist daher bestimmt nicht für jeden Anleger geeignet und nicht mit einer Investition in standardisierte und von der FMA geprüfte Aktien oder Anleihen zu vergleichen.

Bei guter Kenntnis des Projektes und der handelnden Personen, kann der Genussschein aber das passende Instrument sein, nicht zu Letzt auch auf Grund der vielfältigen steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten.

## 3.2 Qualifiziertes Nachrangdarlehen

Beim Nachrangdarlehen handelt es sich um ein Finanzierungsinstrument, das, wie der Name schon sagt, eine Verbindlichkeit darstellt, die im Liquidations- oder Insolvenzfall nachrangig gegenüber allen anderen Gläubigern zu befriedigen ist. Das bedeutet, dass mit den vorhandenen Mitteln zuerst alle normalen Verbindlichkeiten (Lieferanten, Bankverbindlichkeiten, etc.) bedient werden müssen. Nachrangdarlehen müssen im Insolvenzfall aber beglichen werden, bevor Gesellschafterdarlehen zurückgezahlt werden oder Geld an die Eigentümer ausgeschüttet wird.

Wie das Genussrecht, ist das Nachrangdarlehen als Mezzaninkapital zu klassifizieren.

Dieses Modell wurde entwickelt, nachdem der Verwaltungsgerichtshof (VwGH) sich der Rechtsansicht der FMA angeschlossen und entschieden hat, dass herkömmliche Darlehensmodelle – bei denen eine Gruppe von Investoren an einen Projektersteller Darlehen vergibt – als Einlagengeschäft nach § 1 Abs 1 Z 1 BWG zu qualifizieren sind und somit unter das Bankwesen Gesetz fallen würden, was wiederum die Verpflichtung zum Führen einer Banklizenz auslösen würde<sup>80</sup>.

Beim neuen Konzept werden immer noch Darlehen von einer Gruppe von Investoren begeben, allerdings sind diese nunmehr mit dem Merkmal der qualifizierten Nachrangigkeit ausgestattet<sup>81</sup>. Die FMA hat ausdrücklich festgestellt, dass qualifizierte Nachrangdarlehen keine Einlagen im Sinne des BWG darstellen<sup>82</sup>. Das heißt, dass der Darlehensnehmer nicht über eine Banklizenz verfügen muss, was bei Aufnahme eines normalen Darlehns ja der Fall wäre<sup>83</sup>. Und, dass als Nachrang-Darlehensnehmer auch alle Unternehmen, die nicht der Aufsicht der FMA unterliegen, auftreten können<sup>84</sup>.

---

<sup>80</sup> Vgl. Saria; Stocker; Unternehmensanleihen und Crowdfunding; S. 150

<sup>81</sup> Vgl. Saria; Stocker; Unternehmensanleihen und Crowdfunding; S. 150

<sup>82</sup> Vgl. FMA; Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher S 4-8

<sup>83</sup> Vgl. FMA; Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher S 4-8

<sup>84</sup> Vgl. FMA; Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher S 4-8

Es gibt vom Gesetzgeber auch keine Vorgaben in Bezug auf Transparenz oder periodisches Reporting des Darlehensnehmers. Wenn es nicht ausdrücklich vertraglich vereinbart ist, muss vom Emittenten keine Auskunft über die laufende wirtschaftliche Entwicklung gegeben werden.

Des Weiteren besteht, wie beim Genussrecht, auch kein Anlegerschutz und keine Einlagensicherung im Sinne des BWG.

Es muss jedoch beachtet werden, dass qualifizierte Nachrangdarlehen unter Umständen den Tatbestand der Veranlagung erfüllen können<sup>85</sup>. Dies ist von der vertraglichen Ausgestaltung des Darlehens abhängig und kann nur im Einzelfall beantwortet werden, wobei die Prüfung natürlich vor Schließen einer Darlehensvereinbarung erfolgen muss. Eine Klassifizierung des jeweiligen Darlehens als Veranlagung könnte die Prospektpflicht nach KMG auslösen.

Eine Veranlagung würde auch bestehen, wenn die Darlehensgeber eine Risikogemeinschaft bilden. Daher wird in der Regel mit jedem Geldgeber ein eigener Vertrag geschlossen, so dass jeder Geldgeber seinen Anspruch gesondert geltend machen kann. Die endgültige Entscheidung, ob eine konkrete Transaktion prospektpflichtig ist, unterliegt aber den ordentlichen Gerichten<sup>86</sup>. Eine Vorabprüfung durch die FMA ist nicht vorgesehen.

Nachrangdarlehensverträge weisen im Allgemeinen sehr ähnliche Bedingungen auf, da wichtige Elemente aus aufsichtsrechtlichen Gründen in jedem Vertrag stehen müssen, der als Nachrangdarlehen gelten soll. So wird die Nachrangigkeit im Darlehensvertrag mittels „qualifizierter Nachrangklausel“ vereinbart. Deren Formulierung ist für die Rechtmäßigkeit des Vertrages entscheidend. Im Wesentlichen besagt sie, dass der Darlehensgeber die Rückzahlung des Darlehens und die Zahlung von Zinsen nicht verlangen darf, wenn die Zahlung beim Darlehensnehmer die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens auslösen würde<sup>87</sup>. Das bedeutet für den Darlehensgeber, dass er im Falle einer ernsten Krise des

---

<sup>85</sup> Vgl. §1 KMG Abs. 3.

<sup>86</sup> Vgl. FMA; Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher S 7

<sup>87</sup> Vgl. FMA; Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher S 6

Unternehmens auf die Rückzahlung der Zinsen und des Darlehens verzichten müsste.

Bei der Formulierung der Klausel ist größte Sorgfalt und gute Kenntnis der Rechtslage geboten, da eine falsche Formulierung aus dem Vertrag ungewollt ein konzessionspflichtiges Einlagengeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG machen könnte. Dies hätte zur Folge, dass das Unternehmen viel strengere aufsichtsrechtliche Auflagen erfüllen müsste. Die Klausel muss dem Darlehensnehmer klar vermitteln, dass er im Insolvenz- oder Liquidationsfall der Darlehensnehmerin sein Geld erst dann erhält, wenn zuvor alle andern Gläubiger vollständig bedient wurden.

Außerdem dürfen die Rückzahlung des Darlehensbetrages und die Zahlung der Zinsen an den Darlehensgeber nur insoweit erfolgen, als das die Geltendmachung der Ansprüche nicht zu einer Insolvenz führt. Insofern erstreckt sich die Wirkung der Nachrangklausel, durch die Anfechtungsfristen, auch auf die Zeit vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens.

Darüber hinaus kann auch noch erklärt werden, dass die Zinsen nur aus dem Bilanzgewinn bezahlt werden dürfen. Dadurch bekäme das Darlehen wirtschaftlich noch stärkeren Eigenkapitalcharakter, da seine Bedienung so noch enger mit dem Unternehmenserfolg verknüpft wäre.

Als oft zitiertes Beispiel für die Formulierung einer Nachrangklausel bietet sich die Nachrangklausel des Handelsunternehmens Grüne Erde an. Ihre Nachrangklausel, die der FMA bekannt ist und nicht beanstandet wurde, wurde im Internet veröffentlicht und hat folgenden Wortlaut<sup>88</sup>:

*“Bei diesem Darlehen handelt es sich um ein – der Gesetzgeber verlangt diese Formulierung – ‘qualifiziertes, nachrangiges Darlehen’. Ebenso verpflichten uns unsere eigenen Ansprüche und der Gesetzgeber, Sie auf das Risiko eines solchen nachrangigen Darlehens hinzuweisen: Damit ist die uneingeschränkte Nachrangigkeit Ihrer Darlehensforderung gegenüber anderen Gläubigern der Grüne Erde gemeint. Die Forderung kann daher erst nach Beseitigung eines allfälligen negativen Eigenkapitals der Grüne Erde oder – im Fall der Liquidation oder*

---

<sup>88</sup> Information von Homepage: <http://w4tler.at/privatdarlehen>

*Insolvenz der Grüne Erde – erst nach Befriedigung aller anderen Gläubiger begehrt werden.*

*Alle Auszahlungen aus diesem Darlehen erfolgen fristgerecht, sofern diese Auszahlung nicht die Zahlungsfähigkeit der Grüne Erde Beteiligungs GmbH überfordern würde (z. B. bei gleichzeitiger Kündigung mehrerer großer Darlehensgeber). In diesem Fall erfolgt die Auszahlung zum erstmöglichen Zeitpunkt, zu dem die Grüne Erde Beteiligungs GmbH über ausreichende finanzielle Mittel zur Tilgung verfügt“.*

### **3.2.1 Zinsen und Laufzeit**

Die übliche Vergütungsform für Nachrangdarlehen ist ein periodisch, meist jährlich, gezahlter Fixzinssatz. Die Vereinbarung eines variablen Zinssatzes wäre prinzipiell denkbar, bietet bei der Finanzierung von Immobilien mit stabilen Erträgen aber keinen Vorteil.

Darüber hinaus können Bonuszahlungen vereinbart werden, die vom wirtschaftlichen Erfolg, oder auch vom Erreichen anderer Ziele abhängig gemacht werden können. Sieht ein Darlehensvertrag so eine Gewinnbeteiligung vor, so spricht man auch vom Partiarischen Darlehen.

Im Gegensatz zum Genussschein, bei dem Extrazahlungen und/oder Leistungen den wichtigsten Anteil des Gewinnpotentials für den Investor darstellen, steht beim Nachrangdarlehen die Zahlung des periodischen Zinssatzes im Vordergrund. Außerdem ist im Gegensatz zum Substanzgenussrecht eine Teilnahme am Verlust des Unternehmens grundsätzlich ausgeschlossen<sup>89</sup>.

Wie auch bei anderen Investments, ist die Festlegung der Höhe des den Investoren zu bietenden Zinses abhängig vom Marktniveau anderer Anlageinstrumente mit vergleichbarem Risiko im jeweiligen Laufzeitband.

---

<sup>89</sup> ITFCONSULT; Zur Abgrenzung partiarisches Darlehen/stille Beteiligung sowie dem Genussrecht

Verglichen mit anderen Gläubigern des Unternehmens nehmen Nachranginvestoren ein höheres Risiko auf sich, das entsprechend entlohnt werden muss. Während die Bank in der Regel über ein erstrangiges Pfandrecht an der Immobilie verfügt und daher auch im Falle der Insolvenz des Kreditnehmers zumindest einen Großteil des Kreditbetrages zurückbekommt, besteht für den nachrangig gestellten Darlehensgeber eine hohe Wahrscheinlichkeit im Insolvenzfall seine gesamte Investition zu verlieren.

Auf der anderen Seite ist das Upside des Investors aber begrenzt und nicht mit den Chancen der Eigentümer vergleichbar. Es ist zwar möglich, dem Investor neben dem fix vereinbarten Zinssatz einen Bonus im Erfolgsfall zu bieten, allerdings nur in begrenztem Umfang. Diesen Umständen muss bei der Festlegung des Zinssatzes durch den Emittenten Rechnung getragen werden und der in Aussicht gestellte Zinssatz daher in einer entsprechenden Höhe festgelegt werden.

### **3.2.2 Anwendbarkeit von Nachrangdarlehen in der Immobilienfinanzierung**

In der Regel wird ab einem Finanzierungsvolumen von ca. EUR 5 Mio. bereits über die Emission von Anleihen oder andere Finanzierungsformen, wie Syndizierte Bankkredite, etc. nachgedacht. Das Nachrangdarlehen bietet sich insbesondere für Crowdfunding an, um so das wirtschaftliche Eigenkapital, zum Beispiel vor einer Kreditaufnahme zu stärken, um dann attraktivere Konditionen für den Kredit zu bekommen. Oder auch um die Kreditaufnahme überhaupt erst zu ermöglichen. Oft investieren Privatinvestoren nur Beträge um EUR 1000.- pro Person.

Das Nachrangdarlehen weist dabei eine dem Kredit vergleichbare Struktur auf. So gibt es fixe Zinssätze, die jährlich oder vierteljährlich bedient werden müssen. Und es gibt eine festgelegte Laufzeit. Insofern eignet sich dieses Instrument vor allem für die Finanzierung von marktgängigen Projekten, bei denen die Einnahmen gut geschätzt werden können und die Umsetzung keine großen Verzögerungen erwarten lässt. Im Gegensatz zu einem Tilgungskredit einer Bank ist das Nachrangdarlehen aber in der Regel endfällig.

Das qualifizierte Nachrangdarlehen bietet sich vor allem für die Finanzierung von Immobilienprojekten mit einer Projektlaufzeit von bis zu 4 Jahren an. Die übliche Laufzeit von Nachrangdarlehen liegt bei 3 - 5 Jahren, so kann bei einer erwarteten 4 Jährigen Projektlaufzeit ein Nachrangdarlehen mit 5 Jahren begeben werden. Dadurch kann der positive Effekt des Nachrangdarlehens auf die wirtschaftliche Eigenkapitalbasis optimal genutzt werden, da Finanzierungen in einem niedrigeren Rang auch mit einer kürzeren Laufzeit versehen werden können. Das gewährleistet die strukturelle Nachrangigkeit und erlaubt es den meisten Banken die Nachrangdarlehen in der Bonitätsbetrachtung als Eigenkapitaläquivalenz zu werten.

Als wirtschaftliches Eigenkapital für Immobilienprojekte mit längerer Laufzeit bieten sich insbesondere die im vorigen Kapitel beschriebenen Genussscheine an, die dann im Regelfall auch eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente enthalten um einen entsprechenden Anreiz für die lange Investitionsbindung zu bieten.

### **3.2.3 Bilanzielle Darstellung und steuerliche Behandlung von Nachrangdarlehen**

Bei Nachrangdarlehen handelt es sich um, auf schuldrechtlicher Basis, zur Verfügung gestelltes Kapital, das eine dem Eigenkapital ähnliche Haftungsfunktion übernimmt. Auf Grund des schuldrechtlichen Charakters sind sie in der Bilanz nach UGB aber stets als Fremdkapital auszuweisen.

Tabelle 9: Bilanzierung von Nachrangdarlehen

<b>Nachrangdarlehen</b>	
<u><b>Aktiva</b></u>	<u><b>Passiva</b></u>
Anlagevermögen	Eigenkapital
Umlaufvermögen	Rückstellungen
Rechnungsabgrenzungsposten	Verbindlichkeiten <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten</li> <li>2. Sonstige Verbindlichkeiten</li> </ol>

Es handelt sich zwar um nachrangige Instrumente, die nur dann bedient werden müssen, wenn das Unternehmen wirtschaftlich dazu in der Lage ist, ohne seine Existenz zu gefährden, allerdings ist keine klare Gewinnabhängigkeit der Vergütung gegeben. Der Vertrag sieht daher die Zahlung von fix vereinbarten Zinsen an die Investoren vor, die nicht von der Höhe des Gewinnes abhängen.

Außerdem ist eine Beteiligung am laufenden Verlust ausgeschlossen. Sollte das Unternehmen in einem Wirtschaftsjahr nicht in der Lage sein seine Zinsen zu begleichen, ändert dies nichts an der Verpflichtung, das bei einer künftigen Stabilisierung des Unternehmens wieder in voller Höhe tun zu müssen.

Die bloße Tatsache, dass Nachrangdarlehen nicht besichert und gegenüber allen anderen Gläubigern nachrangig sind, lässt dennoch nicht die Qualifikation als bilanzielles Eigenkapital zu.

In der Gewinn und Verlustrechnung werden die Zinszahlungen unter der Position „Zinsen und ähnliche Aufwendungen“ erfasst. Analog zum Obligationenähnlichen Genussrecht wird dadurch die Bemessungsgrundlage für die Berechnung der KÖst verringert.

### **3.2.4 Das Nachrangdarlehen aus Sicht des Darlehensnehmers**

Das Nachrangdarlehen ist ein einfach zu handhabendes Instrument, über das der Unternehmer mit einem standardisierten Vertrag Risikokapital von Investoren einsammeln kann, ohne Stimmrechte der Projektgesellschaft an die Investoren abzugeben. Die Kosten sind einfach zu kalkulieren, da es eine fixe Laufzeit gibt und periodisch Zinsen gezahlt werden. Der Projekteigentümer weiß somit von Anfang an genau, wann er wie viel zu zahlen hat.

In der Regel ist das Nachrangdarlehen das von den Kosten her günstigste Instrument um das wirtschaftliche Eigenkapital zu stärken.

Auf Grund der periodischen Zinszahlungen eignet sich dieses Finanzierungsinstrument jedoch weniger für riskante Immobilien-Entwicklungen, als viel mehr für die Finanzierung von Immobilienprojekten, die von Anfang an über einen verlässlichen periodischen Cash Flow verfügen, wie zum Beispiel ein Portfolio aus bereits vermietet Immobilien, das weiter entwickelt werden soll. Durch die Nachrangklausel ist eine Insolvenz des Immobilienprojektes bei Unvermögen der Zinszahlung ausgeschlossen.

Das Nachrangdarlehen hat somit viele Vorteile für den Emittenten, sofern das zugrunde liegende Projekt zu den Bedingungen des Darlehensvertrags passt.

### **3.2.5 Das Nachrangdarlehen aus Sicht des Darlehensgebers**

Wie beim Genussschein, wird die Forderung aus dem Nachrangdarlehen im Insolvenzfall erst nach den Forderungen aller anderen Gläubigern bedient. Bei einem nicht Gelingen des Immobilienprojektes ist das Risiko des Verlustes des gesamten Darlehensbetrages somit sehr hoch.

Auf der anderen Seite ist die Gewinnmöglichkeit bei einer Performance, die über den Erwartungen liegt, jedoch begrenzt. Ein kleiner Bonus bei Erreichen wirtschaftlicher Ziele kann zwar auch in einem Nachrangdarlehensvertrag vereinbart werden, allerdings nur in sehr begrenztem Umfang. Wird vom Investor eine substantielle Gewinnbeteiligung angestrebt, bietet sich eher der Genussschein oder gleich ein direktes Investment in Aktien an.

Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld verleiten die im Vergleich zu Bankzinsen sehr hohen Zinsen zu einer Anlage in Nachrangdarlehen, allerdings sollte sich der Anleger des Risikos, das sich durch die Nachrangigkeit ergibt, bewusst sein und eine Investition nur nach intensiver Prüfung der zu finanzierenden Immobilie und des Emittenten erfolgen.

Aus Anlegersicht sollte nur in Nachrangdarlehen von marktgängigen Immobilienprojekten mit einem sehr geringen Risiko investiert werden. Darüber hinaus sollte eine nennenswerte Eigenkapitalquote in der Projektgesellschaft vorhanden sein, um im Schadensfall zumindest eine realistische Chance auf eine zumindest teilweise Rückzahlung zu haben.

## 4 Rating für Immobilienprojektinvestitionen

Externe Kreditratings für Immobilieninvestitionen werden derzeit nur im Falle von Anleiheemissionen großer Immobilienunternehmen erstellt.

Für die Beurteilung des Kreditrisikos bei kleineren Entwicklungen erstellen Geschäftsbanken auch Ratings, allerdings nur für den bankinternen Gebrauch.

Bei Immobilien-Crowdfundingprojekten beschränkt sich die Risikoeinschätzung jedoch, wenn überhaupt, auf ein Bewertungsgutachten der zu finanzierenden Liegenschaft. Diese Gutachten werden nach den allgemeinen Immobilien-Bewertungskriterien erstellt und weisen einen Verkehrswert für die jeweilige Liegenschaft aus. Der sagt jedoch weder etwas über die Ausfallwahrscheinlichkeit des jeweiligen Immobilienprojektes, noch über zu erlösende Marktpreise bei ändernden Rahmenbedingungen, wie zum Beispiel dem Fall eines Notverkaufs der Immobilie, etwas aus.

Die Bewertung erfolgt aus einer Eigentümerperspektive und es wird ein aktueller „Zeitwert“ auf Basis von künftigen Cash Flows bestimmt.

Für den privaten (Crowd)Investor eines Immobilienprojektes ist jedoch vor allem die Verlustwahrscheinlichkeit sowie die im Falle eines Ausfalles realistisch erzielbare Recovery Rate<sup>90</sup> relevant. Das heißt, für den Investor ist es wichtiger zu wissen, wie wahrscheinlich es ist, dass er mit seinem Investment Geld verliert und falls dieser Fall eintritt, wie viel er voraussichtlich verlieren wird, als nur den fiktiven Verkehrswert der (gegebenenfalls noch zu errichtenden) Immobilie zum heutigen Zeitpunkt zu kennen. Alleine durch die Ermittlung des Verkehrswertes der Immobilie ist diese Information nicht zu erhalten. Vielmehr sollte eine Quantifizierung der Risiken erfolgen und so eine realistische Bandbreite der möglichen Liquidationserlöse bestimmt werden. Für die Beurteilung des Risikos von Investitionen in einzelne Immobilienprojekte durch Privatpersonen sollte daher ein Prozess implementiert werden, der strikt auf die Gläubigerperspektive und weniger auf die Perspektive des Eigentümers ausgerichtet ist.

---

<sup>90</sup> Rückzahlungsquote: gibt die Quote an, die der Investor im Worst Case aus der Verwertung der Aktiva erhält

Im Falle eines Ratings für ein herkömmliches Unternehmen wird dieser Ansatz in Bezug auf die Ausfallwahrscheinlichkeit der Fremdfinanzierung im Unternehmen verfolgt. So wird auf Basis statistischer Auswertungen der Unternehmenskennzahlen die Wahrscheinlichkeit abgeschätzt, mit der das Unternehmen innerhalb eines definierten Zeitrahmens (üblicherweise 1 Jahr) zahlungsunfähig werden könnte. Die Berechnung des Ratings erfolgt dann auf Basis von Kennzahlen die den vergangenen Jahresabschlüssen und gegebenenfalls auch der aktuellen Planung entnommen werden. Diese Kennzahlen können mit historischen Zahlen einer Vielzahl von Unternehmen im gleichen Sektor verglichen werden.

Der jeweilige Unternehmenssektor erhält auch auf Basis seines empirischen Risikos ein Rating. Auf diese Art lässt sich das Unternehmen dann in eine Risikoklasse einordnen, die durch eine Rating-Note ausgedrückt wird. Diese standardisierte Ratingnote ermöglicht die Quantifizierung des Risikos und bietet eine transparente Vergleichsmöglichkeit mit anderen Anlageinstrumenten.

Bei der Bewertung der Ausfallwahrscheinlichkeit einer Crowdfunding Investition in ein Immobilienprojekt ist diese Vorgangsweise aber so nicht eins zu eins anwendbar. Vielmehr müssten ohne Analyse der wirtschaftlichen Historie das individuelle Risiko sowie die Rückzahlungsquote der spezifischen Finanzierung bestimmt werden.

Ein Gutachter sollte daher einigen fundamentalen Unterschieden im Vergleich zu einem Corporate Rating Rechnung tragen:

### **Historie des Finanziernehmers**

Üblicherweise gibt es für jedes Immobilienprojekt eine eigene Projektgesellschaft, die aber über keine eigene Historie verfügt. Der Durchgriff der Gläubiger auf das Vermögen der Muttergesellschaft ist meist begrenzt.

Die Projektgesellschaft verfügt somit zum Zeitpunkt des Ratings und der Emission der Vermögenstitel noch nicht über eine wirtschaftliche Historie und kann keine Kennzahlen vorweisen, die zur Berechnung eines herkömmlichen Ratings verwendet werden könnten.

Dennoch gibt es Unterschiede im Vergleich zu der Bewertung eines klassischen Start-up Unternehmens. Im Falle einer Insolvenz kann, im Gegensatz zu einem Start-up, eher mit einem gewissen Cash Flow aus der Verwertung gerechnet werden, da in der Regel selbst im Insolvenzfall eine nicht bebaute oder nur teilweise bebaute Liegenschaft einen positiven Wert aufweist.

### **Rang und Besicherung des Anlageinstrumentes**

Wie eben beschrieben ist bei einem Immobilienprojekt ein Totalverlust sehr unwahrscheinlich. Selbst im Falle eines Misserfolges bleibt dem erstrangig besicherten Gläubiger in der Regel zumindest ein Teil seiner Investition. Gläubiger, die nicht im Ersten Rang besichert sind, müssen jedoch durchaus mit einem Totalverlust rechnen. Insofern macht ein Rating für Immobilien Crowdfunding nur Sinn, wenn sich das Rating direkt auf das jeweilige Finanzierungsinstrument bezieht.

### **Verwertungssituation**

Neben dem Finanzierungsrang ist bei der Abschätzung der Rückzahlungsquote auch den verschiedenen möglichen Szenarien Rechnung zu Tragen.

Wurde der Verkehrswert auf Basis bestehender Cash Flows ermittelt, so ist die Wahrscheinlichkeit zu berücksichtigen, dass der Verkaufserlös auf Grund eines Notverkaufes auch deutlich unter dem im Verkehrswertgutachten genannten Wert liegen kann. Oder dass im Falle eines Liquiditätsengpasses auf Grund einer unzureichenden Finanzierungsstruktur höhere Finanzierungskosten anfallen.

### **Berechnungszeitraum für die Ausfallwahrscheinlichkeit**

Immobilienfinanzierungen sind in der Regel langfristiger als Unternehmensfinanzierungen und das Gros der Einnahmen erfolgt nach

Verkauf der Immobilie, am Ende der Laufzeit. So sind zum Beispiel im Falle eines Neu- oder Umbaus während der Bauphase überhaupt keine Einnahmen zu verzeichnen, bei einer folgenden Vermietung werden geringe Einnahmen erzielt, der Erfolg des Projektes hängt jedoch von dem Verkauf am Ende ab. Die Berechnung einer Ausfallwahrscheinlichkeit für den Zeitraum eines Jahres, wie es bei Unternehmensratings üblich ist, ist somit irreführend. Vielmehr sollte eine mittlere Ausfallwahrscheinlichkeit über einen vorgegebenen Finanzierungszeitraum ermittelt werden, bis in einer realistischen Annahme mit einer erfolgreichen Verwertung gerechnet werden kann.

Eine größere Ähnlichkeit in der Risikobewertung einer Immobilienfinanzierung mit einem herkömmlichen Unternehmen besteht im Falle einer Investition in ein Immobilienportfolio aus bereits existierenden und vermieteten Immobilien. Im Vergleich zu produzierenden Unternehmen und zu Dienstleistern verfügen Immobilienunternehmen in der Regel über sehr sichere Cash Flows, die aus klar definierten und einzeln bewertbaren Assets kommen. Der Cash Flow des Immobilienunternehmens bestimmt sich aus der Summe der Cash Flows (Mieteinnahmen) der einzelnen Assets, was durchaus vergleichbar mit dem Cash Flow eines Unternehmens ist, das seine Erträge aus den Aufträgen seiner Kunden bezieht. Wie bei einem Unternehmen kann dann die Kunden- bzw. Mieterstruktur analysiert werden, wobei auf der einen Seite viele Kunden/Mieter eine bessere Bewertung bewirken, eine hohe Abhängigkeit von wenigen Kunden oder Mietern eine entsprechend schlechtere Bewertung.

Natürlich ist nicht nur die Anzahl der Mieter ausschlaggebend, sondern auch eventuell vorhandene Kündigungsverzichte, die Bonität der Mieter, der Zustand der Gebäude und weitere Faktoren. Dies kann bis auf die Ebene jeder einzelnen Liegenschaft und jedes einzelnen Mieters erhoben werden um in Summe ein klares Bild des Risikos zu liefern.

Um die Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit eines Immobilienunternehmens abschätzen zu können, genügt es also nicht, die Kennzahlen der Bilanz auszuwerten, sondern es muss jedes einzelne Asset bewertet werden, wobei einerseits eine Bewertung der Cash Flows erfolgen muss, andererseits aber auch der technische Zustand, das Potential des Gebäudes und der lokale Markt in die

Bewertung einfließen müssen. Dies kann nur durch einen Sachverständigen erfolgen.

Aus den oben beschriebenen Gründen können jedoch die vom Sachverständigen ermittelten Werte der Immobilie für die Bewertung des Risikos einer Investition über Nachrangdarlehen, Genussscheine oder Anleihen in ein Immobilienprojekt nur als Basis dienen. Wesentliche Bedeutung kommt der Struktur des Finanzierungsinstruments, dem Rang in Bezug auf andere Gläubiger und der Finanzkraft und Erfahrung des Emittenten zu.

## 5 Fazit

Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld ist Crowdfunding für private Anleger eine verlockende Anlagealternative und die ersten Crowdfunding Projekte in Österreich scheinen auf großes Interesse zu stoßen.

Auf lange Sicht wird der Erfolg von Crowdfunding in der Immobilienprojektfinanzierung aber wesentlich davon abhängen, ob diese Finanzierungsform sich als attraktive Anlagealternative im Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten privater Anleger etablieren kann. Nachdem es sich bei Immobilien Crowdfunding in der Regel um nachrangige Finanzierungen handelt und die gesetzlichen Vorgaben des Anlegerschutzes nicht oder nur beschränkt angewendet werden müssen, kommt den Emittenten und gegebenenfalls den vermittelnden Plattformen eine besondere Verantwortung in Bezug auf die Prüfung der Qualität der Immobilienprojekte zu.

Die Privatanleger, die die „Crowd“ bilden, sind in der Regel nicht in der Lage, die Erfolgswahrscheinlichkeit und das Risiko der angebotenen Projekte professionell zu beurteilen. Sie tätigen eine Investition auf Vertrauensbasis, ohne gesetzliches Transparenzgebot und Einlagensicherung.

Sollten in Zukunft Crowdfunding Projekte scheitern und Investoren ihr Geld verlieren, kann das diese junge Finanzierungsform nachhaltig in Verruf bringen und weitere Investoren abschrecken.

Die Wirtschaftlichkeit des Einsatzes von Immobilien Crowdfunding darf jedoch nicht nur mit den alt bekannten Kriterien bewertet und wie ein übliches Investment am Kapitalmarkt gesehen werden. Geht es doch auch darum, ein bestimmtes Projekt mit der direkten Hilfe einzelner Privater Investoren zu ermöglichen. Insofern eignet sich Crowdfunding auch als Marketingmaßnahme, da es den Aufbau einer emotionalen Bindung des Investors an das Projekt ermöglicht.

Und ebenso kann umgekehrt eine emotionale Bindung eines Investors an den Emittenten für die Finanzierbarkeit eines Projektes genutzt werden, wie in dem erwähnten Crowdfunding für die Finanzierung des neuen Fußballstadions in Wien Hütteldorf.

Dank der Einbindung vieler Personen, die am Erfolg des Projektes ein persönliches Interesse haben, steigt auch die Wahrscheinlichkeit des Erfolges des Projektes selbst. Für den Immobilienentwickler hat Crowdfunding somit in der Vermarktung des Projektes eine große Bedeutung. Bei Sonder- oder Freizeitimmobilien, oder auch bei Sportanlagen, kann der Unternehmer durch die Resonanz auf die gebotenen Goodies im Vorhinein abschätzen, wie sehr der Markt auf sein Projekt wartet.

Durch die außergewöhnliche Kundenbindung besteht auch die Möglichkeit, dass der Investor auf Grund seiner emotionale Bindung nicht nur selbst zum Kunden wird, sondern auch, dass er durch persönliche Empfehlung weitere Personen in seinem Bekanntenkreis zu Kunden macht.

Auch die Möglichkeit des regionalen Einsatzes kann für den Unternehmer interessant sein. Durch die gezielte Werbung vor Ort werden Anrainer auf die Crowdfunding Kampagne aufmerksam. Crowdfunding kann so die Einbindung von Anrainern mit kleinen Beträgen als Investoren in das Bauprojekt ermöglichen. So könnten Personen, die durch ein Bauvorhaben in der unmittelbaren Nachbarschaft die Lärm und Staubbelästigung der Baustelle dulden müssen, sich an dem Projekt beteiligt und so zu wichtigen Botschaftern in der Nachbarschaft werden.

Die kleinen Investitionsbeträge ermöglichen es einer breiten Masse an Interessenten mit geringen Investitionsbudgets direkt von der Entstehung neuer Immobilien in Ihrer Umgebung zu profitieren. Crowdfunding für Immobilienprojekte sollte daher insbesondere auch unter dem Aspekt des Marketings und der Entwicklung eines positiven Images für das Projekt gesehen werden. Und nicht ausschließlich als monetärer Beitrag zur Eigenmittelstärkung.

Aus meiner Sicht sprechen drei Argumente dafür, dass Crowdfunding auch im Immobilienbereich ein großes Potential aufweist:

- Durch Aufnahme von Mezzaninkapital kann eine Eigenkapitallücke geschlossen werden, ohne Stimmrechte abzugeben. Für kleine und mittlere Projekte lässt sich mit den in Österreich bei Crowdfunding für Immobilienprojekte eingesammelten Beträgen bereits durchaus eine spürbare Verbesserung der Eigenmittelquote erreichen.

- Die Anleger haben dank Crowdfunding erstmals die Möglichkeit kleine Beträge über einen standardisierten Prozess direkt in einzelne Immobilienprojekte zu investieren. Die Vielfältigkeit der Potentialprojekte ist um ein vielfaches höher als bei Investmentmöglichkeiten in börsennotierte Aktien oder Anleihen. So ist zum Beispiel auch eine Selektion von einzelnen regionalen Projekten möglich, an deren Verwirklichung der Investor ein persönliches und nicht ausschließlich ein gewinnorientiertes Interesse hat.
- Immobilien Crowdfunding ist für eine breite Masse an Personen leicht zugänglich. Die Präsentationen des Investments erfolgen einfach und gut verständlich und sind jeder Zeit über das Internet abrufbar. Der nötige Geldeinsatz für Anleger und Emittenten ist gering. Dadurch eignet sich dieses Instrument potentiell für Personen, die nur über geringe Anlagemittel verfügen<sup>91</sup>.

Auf der anderen Seite gibt es einige wesentlichen kritische Punkte, die das Immobilien Crowdfunding nachhaltig beeinflussen werden:

- Zunächst besteht natürlich das Risiko des Scheiterns des Projektes. Besonders bei Investition in ein nachrangiges Finanzierungsinstrument besteht dann eine große Wahrscheinlichkeit das gesamte Kapital zu verlieren.
- Die wirtschaftliche Transparenz der Projekte ist meist nicht detailliert und in ausreichendem Maße gegeben, um dem Investor zu ermöglichen, das Risiko vollständig einzuschätzen. 80% der privaten Crowdfunding Anleger stützen Ihre Investitionsentscheidung ohnehin nicht auf wirtschaftliche Kennziffern, sondern auf den Gesamteindruck des Projektes und die Präsentationsweise des Unternehmers<sup>92</sup>. Dies legt den Schluss nahe, dass der Erfolg der Crowdfunding Kampagne in überwiegendem Maße von der Qualität des Marketing der Kampagne abhängt. Und dass die wirtschaftliche Analyse, verglichen mit der Vorgehensweise professioneller Anleger, nur eine untergeordnete Rolle spielt. Diese Situation öffnet Tür und Tor für Blender,

---

<sup>91</sup> Vgl. Beck; Crowd Investing, S 15

<sup>92</sup> Vgl. Mollick, The dynamics of crowdfunding, S 8, 9

die auf Basis einer guten Projektpräsentation ein erfolgreiches Crowdfunding für ein unzureichend geplantes Projekt durchführen könnten.

- Die Gestaltbarkeit der Verträge ist bei alternativen Anlageinstrumenten, insbesondere beim Genussschein, sehr hoch. Auf der einen Seite werden sie von spezialisierten Anwälten des Emittenten erstellt, auf der anderen Seite stehen (unerfahrene) Kleinanleger. Das sehr hohe Maß an vertraglicher Gestaltungsmöglichkeit zu Gunsten des Emittenten birgt ein gewisses Risiko, nämlich dass der Investor im Dschungel der vertraglichen Vereinbarungen untergeht und möglicherweise trotz eines gut laufenden Projektes nur vergleichsweise mäßig profitiert, aber im Falle eines Misslingens die gesamte Investition verliert<sup>93</sup>.

Aus den genannten Gründen bleibt abzuwarten, ob sich diese junge Finanzierungsform für Immobilienprojekte in Österreich in der Breite etablieren kann.

Insbesondere bei Bauprojekten, an deren Verwirklichung eine große Anzahl an Personen persönliches Interesse hat, bietet die Flexibilität von Crowdfunding aber neue Möglichkeiten, die einen regelmäßigen Einsatz als Finanzierungsbestandteil erwarten lässt.

---

<sup>93</sup> Vgl. Beck; Crowd Investing, S. 16

# Anhang

## Praxisbeispiel 1: Alm Resort Nassfeld

Das Immobilienunternehmen „Riedergarten Immobilien“ hat 2014 zusammen mit der Crowdfundingplattform 1000 x 1000 das erste Immobilien Crowdfunding Österreichs erfolgreich durchgeführt.

Finanziert wurden vier von 56 voll möblierten „Chalets“ mit jeweils 75m<sup>2</sup> - 100m<sup>2</sup> im modernen Landhausstil in der Skiarena Nassfeld-Hermagor. Es wurden insgesamt EUR 485.121.- von 105 Investoren eingesammelt. Jeder Investor hat also im Schnitt EUR 4.620.- investiert<sup>94</sup>. Die Schwelle für den Finanzierungsstart wurde mit EUR 300.000.- festgelegt und deutlich überschritten.

Als Testimonial und ersten Investor konnte der Olympiasieger Franz Klammer gewonnen werden.

Für die Stärkung der Finanzierungsstruktur wurde das Instrument des nachrangigen Darlehens mit folgenden Parametern gewählt:

Darlehensnehmer: AHD Errichter GmbH

Laufzeit: 7 Jahre; halbjährliche Kündigung mit 6 Monaten Kündigungsfrist nach dem ersten Jahr.

Fundingschwelle: EUR 300.000.-

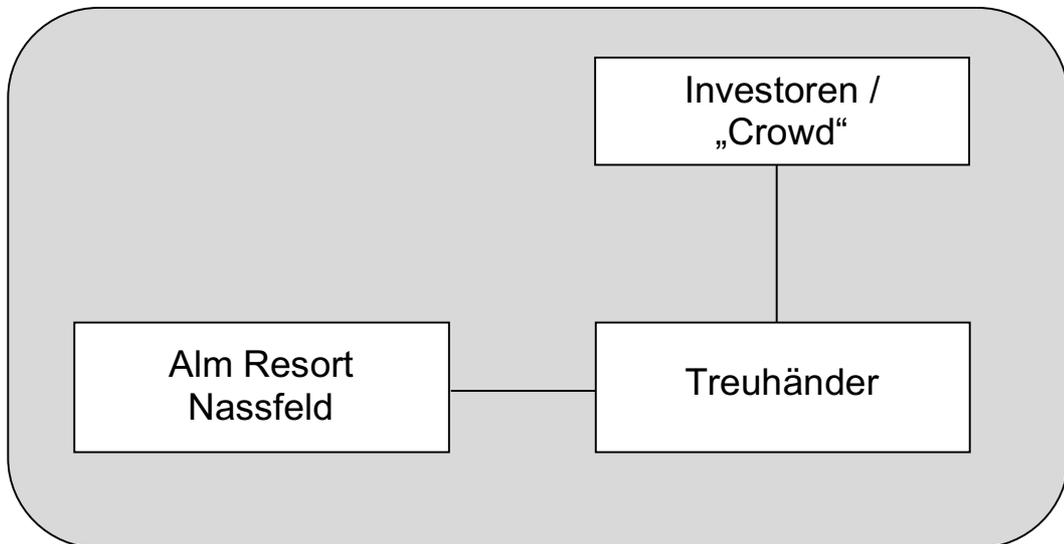
Zinssatz: 4% p.a.; mit jährlicher Auszahlung

Die Struktur des Darlehens sieht, wie bei Crowdfunding über eine Plattform üblich, die Einschaltung eines Treuhänders vor. Es besteht somit ein Vertragsverhältnis zwischen Crowd und Treuhänder sowie dem Treuhänder mit dem Immobilienunternehmen.

---

<sup>94</sup> Stand 10.02.2015

Die Aufgaben des Treuhänders bestehen im treuhändigen Verwalten der Gelder bis zum Erreichen der Mindestdarlehenssumme und nach Erreichen dieser Schwelle im Auszahlen an die Darlehensnehmerin.



Als weiteren Anreiz für die Teilnahme an der Finanzierung werden den Investoren, neben der Verzinsung des Investments mit 4 % p.a., verschiedene Vergünstigungen, sogenannte „Goodies“, geboten:

- Möglichkeit für 1 Urlaub pro Jahr im Alm Resort Nassfeld mit einer Ermäßigung von 10% bei einem Investment bis EUR 5.000.- und 15% Ermäßigung bei einem Investment über EUR 5.000.-
- Der Investor erhält eine Vermittlungsprovision (10% bei Investment bis EUR 5.000; 15% bei Investment über EUR 5.000); wenn er das Resort im Bekanntenkreis weiterempfiehlt und es zu einer Buchung kommt.
- Ab EUR 5.000 ladet der Emittent einmal jährlich (auf Dauer des Darlehens) zu einem „Candlelight Dinner für zwei Personen“ in die Schiarena Nassfeld ein.

## Praxisbeispiel 2: Schneesportwelt Wien

In Wien-Aspern sollte die erste Ganzjahres Wintersportanlage Österreichs entstehen. Aufgrund der klimatischen Bedingungen wird die Anlage mit ca. 5.000 m<sup>2</sup> High Tech Kunststoffmatten ausgestattet. Für den Aufstieg sorgen drei Förderbänder. Außerdem soll die Anlage eine permanente Langlaufloipe bieten.

In Summe soll in das Projekt ca. EUR 650.000.- investiert werden. Davon sollen EUR 250.000.- über Genussrechte mittels Crowdfunding eingesammelt werden.

Die Genussrechte werden von einem Treuhänder im Namen der Crowdfunding Investoren gehalten, der auch als Genussrechtsinhaber auftritt. Die Investoren überweisen ihre Gelder an einen Treuhänder, der dann nach Beendigung des Crowdfunding und bei Erreichen der Fundingschwelle den Gesamtbetrag an den Emittenten auszahlt.

Die Genussrechte sind nachrangig und weisen folgende Parameter auf:

Genussrechtsinhaber: Verein Business Revolution Society

Laufzeit: 7 Jahre; danach kündbar zum 30.06. oder 31.12. unter Einhaltung einer 6-monatigen Kündigungsfrist

Fundingschwelle: EUR 40.000.-

Rendite: Zielrendite von 15% p.a., ist jedoch abhängig vom Unternehmenserfolg. Der Treuhänder wird direkt am Gewinn des Emittenten beteiligt

Neben der Monetären Vergütung werden den Investoren noch folgende Goodies geboten:

- Ab einem Investment von EUR 100.- zwei Eintrittskarten im Wert von EUR 18.-
- Ab einem Investment von EUR 250.- vier Eintrittskarten im Wert von EUR 36.-

- Ab einem Investment von EUR 1.000.- vier Eintrittskarten im Wert von EUR 36.- sowie ein gemeinsamer halber Skitag mit den aktuellen Skistars des ÖSV
- Ab einem Investment von EUR 2.500.- zwei Saisonkarten im Wert von EUR 240.- sowie ein gemeinsamer halber Skitag mit den aktuellen Skistars des ÖSV
- Ab einem Investment von EUR 5.000.- vier Saisonkarten im Wert von EUR 480.- sowie ein gemeinsamer halber Skitag mit den aktuellen Stars des ÖSV

Die Schneeerlebniswelt rutschte Anfang 2016 in die Zahlungsunfähigkeit. Es wurde ein Sanierungsverfahren ohne Eigenverwaltung beim Handelsgericht Wien eröffnet. Ob die Crowd-Investoren zumindest einen Teil ihres Investments wiedersehen werden ist zum jetzigen Zeitpunkt fraglich.

# Vorgaben des Kapitalmarktprospektes nach AltFG

## KAPITEL 1

Angaben über jene, welche gemäß den §§ 8 und 11 haften (Name, Stellung)

## KAPITEL 2

Angaben über die Veranlagung

1. Die Veranlagungsbedingungen, insbesondere die Kündigungsfristen und die Ausstattung der Veranlagung,
2. die Zahl-, Einreichungs- und Hinterlegungsstellen,
3. Übersicht über die allenfalls bisher ausgegebenen Vermögensrechte,
4. Rechtsform der Veranlagung (Anteils-, Gläubigerrecht oder Mischform), Gesamtbetrag, Stückelung sowie Zweck des Angebotes,
5. Art der Veranlagung (offene oder geschlossene Form),
6. allfällige Haftungserklärungen Dritter für die Veranlagung,
7. Personen, die das Angebot fest übernommen haben oder dafür garantieren,
8. die auf die Einkünfte der Veranlagung erhobenen Steuern (beispielsweise Kapitalertragsteuer, ausländische Quellensteuern),
9. Zeitraum für die Zeichnung,
10. etwaige Beschränkungen der Handelbarkeit der angebotenen Veranlagung und Markt, auf dem sie gehandelt werden kann,

11. Angabe allfälliger Belastungen,
12. Bestimmungen über die Ausschüttung und Verwendung des Jahresüberschusses/Jahresgewinnes,
13. Darstellung des Kaufpreises der Veranlagung samt allen Nebenkosten,
14. Art und Umfang einer Absicherung der Veranlagung durch Eintragung in öffentliche Bücher,
15. Darlegung der Möglichkeiten und Kosten einer späteren Veräußerung der Veranlagung,
16. Bestimmungen über die Abwicklung und die Stellung der Anleger im Insolvenzfall,
17. Wertpapierkennnummer (falls vorhanden)
18. allfällige Vertriebs- und Verwaltungskosten, Managementkosten, jeweils nach Höhe und Verrechnungsform.

### **KAPITEL 3**

#### Angaben über den Emittenten

1. Firma, Sitz und Unternehmensgegenstand,
2. Darstellung der rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse, insbesondere Angaben zum Grundkapital oder dem Grundkapital entsprechenden sonstigen Gesellschaftskapital, dessen Stückelung samt Bezeichnung etwaiger verschiedener Gattungen von Anteilsrechten,
3. Mitglieder der Organe der Geschäftsführung, der Verwaltung und der Aufsicht (Name, Stellung),

4. Angabe der Anteilseigner, die in der Geschäftsführung des Emittenten unmittelbar oder mittelbar eine beherrschende Rolle ausüben oder ausüben können,

5. der letzte Jahresabschluss samt etwaiger Lageberichte und Bestätigungsvermerk(e).

#### **KAPITEL 4**

Angaben über die Depotbank (falls vorhanden)

1. Firma und Sitz,

2. Jahresabschluss samt Bestätigungsvermerk.

#### **KAPITEL 5**

1. Art und Umfang der laufenden Informationen der Anleger über die wirtschaftliche Entwicklung der Veranlagung,

2. sonstige Angaben, die für den Anleger erforderlich sind, um sich ein fundiertes Urteil im Sinne des § 7 Abs. 1 zu bilden.

#### **KAPITEL 6**

Kontrollvermerk des Prospektkontrolleurs

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Risikobetrachtung von Mezzaninkapital in der Projektbilanz S. 11

Tabelle2: Besteuerung Zinszahlung aus Sicht des Emittenten S. 34

Tabelle2: Besteuerung Zinszahlung aus Sicht des Emittenten S. 34

Tabelle 4: Bilanzielle Einordnung von Genussrechten und Nachrangdarlehen S.40

Tabelle 5: Bilanzierung Obligationenartiger Genussrechte S. 44

Tabelle 6: Versteuerung der Zinszahlung eines Obligationenähnlichen  
Genussrechtes S. 45

Tabelle 7: Bilanzierung von Substanzgenussrechten S. 46

Tabelle 8: Versteuerung der Zinszahlung eines Substanzgenussrechtes S.48

Tabelle 9: Bilanzierung von Nachrangdarlehen S. 59

## Abkürzungsverzeichnis

WKO	Wirtschaftskammer Österreich
AltFG	Alternativfinanzierungsgesetz
BWG	Bankwesengesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
KMG	Kapitalmarktgesetz
GIK	Gesamtinvestitionskosten
BörseG	Börsegesetz
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetz Buch

## Quellenverzeichnis

## **Bücherquellen**

Beck R.; Crowd Investing, die Investition der Vielen; 3 Auflage Börsenbuch Verlag; Kulmbach 2014

Metzler J.; Unternehmerische Finanzierungsinstrumente; Linde Verlag; Wien 2010

Saria G., Stocker F.; Unternehmensanleihen und Crowdfunding; Manz Verlag; Wien 2015

Schragl M.; Stefaner M.; Handbuch Genussrechte; 2. Auflage Linde Verlag; Wien 2013

## **Akademische Quellen**

Berger S.; Seminararbeit Genussscheine, Universität Klagenfurt

Blohm, I.; Leimeister, J.; Wenzlaff, K.; Gebert, M.; Crowdfunding-Studie: Analysen, Perspektiven und Erfolgsfaktoren innovativer- Unternehmens und Projektfinanzierungen; Universität St Gallen 2013

Kostadinovski S.; Crowdfunding als Mittel der Projektfinanzierung; Hochschule für Wirtschaft und Recht; Berlin 2014

Mollick E.; The dynamics of crowdfunding: An exploratory study; Wharton USA 2013

Pittl R.; Steiner C.: Wann handelt es sich bei nachrangigen Darlehen um eine Veranlagung iSd KMG; Universität Innsbruck 2014

## Sonstige Quellen

Babinek A., Trettnak T.; Neues Alternativfinanzierungsgesetz – Fallstricke im Crowd-Funding Paradies? Aufsichtsrat aktuell; Ausgabe Nr. 3 Linde Verlag; 2015

Bauer D.; Genussrechte – ein zivilrechtlicher Überblick, Linde Verlag; Wien 2012; Abgerufen am 13.12.2015 [http://www.lindeverlag.at/titel-1-1/handbuch\\_genussrechte-4673/titel/leseprobe/9783707321647.pdf](http://www.lindeverlag.at/titel-1-1/handbuch_genussrechte-4673/titel/leseprobe/9783707321647.pdf)

Belleflamme P., Lambert T. Schvienbacher A.; Crowdfunding: Tapping the right crowd; Journal of Business Venturing; Elsevier Verlag; 2013

Blohm, I.; Sieber, E.; Schulz, M.; Haas, P.; Leimeister, J.; Wenzlaff, K.; Crowdfunding 2020 – Komplement oder Substitut für die Finanzindustrie? Books on Demand, Norderstedt 2015

De Buysere, K.; Gajda, O; Kleverlaan, R.; Marom, D.; A Framework for European Crowdfunding; abgerufen von [www.europecrpdfunding.org](http://www.europecrpdfunding.org); 2012

R. Wardrop, B. Zhang, R. Rau, M. Gray; Moving Mainstream, The European Alternative Finance Benchmarking Report; Ernst and Young/University of Cambridge; 2015

Europäische Kommission; Mitteilung 172; Freisetzung des Potentials von Crowdfunding in der Europäischen Union; 2014

Europäische Kommission; Communication on Crowdfunding in the European Union – FAQ; 2014

Europäische Kommission; Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen; Empfehlung 2003/361/EG der Kommission vom 6. Mai 2003 [Amtsblatt L124 vom 20.5.2003]

Finanz Markt Aufsicht; Rundschreiben der FMA zu Fragen der Umsetzung der Prospektrichtlinie im Kapitalmarktgesetz und Börsengesetz; Wien; 2012

Finanz Mark Aufsicht; Aussendung: Allgemeine Information der Finanzmarktaufsicht zu Bürgerbeteiligungsmodellen für Verbraucher ; Februar 2013

Florjancic T.; Immobilien als solide Grundlage für eine stabile Kapitalveranlagung; C&P Immobilien AG; Graz 2013

Franziska Zoidl; Platz im Studentenheim durch Crowdfunding; Der Standard; 2015

Hermer, J.; A snapshot on Crowdfunding; Fraunhofer Institut; Karlsruhe 2011

i2/WKO; Die steuerliche Behandlung von Business Angels-Beteiligungen; Wien; 2010

ITFCONSULT; Zur Abgrenzung partiarisches Darlehen/stille Beteiligung sowie dem Genussrecht; Abgerufen Jan 2016

Jud.T.; Funktionsmodell und Rahmenbedingungen der Risikokapitalfinanzierung; WIFO Wien 2013

Kammer der Wirtschaftstreuhänder Österreich, Stellungnahme zur Bilanzierung von Genussrechten und Hybridkapital; 1997, überarbeitet 2010

Kreditschutzverband 1870; Hat der Kredit ausgedient? Alternativen gefragt; www.ksv.at, 2013

Massolution; The Crowdfunding Industry Report; www.crowdsourcing.org, 2013

ORF; Crowdfunding als alternative Finanzierung; www.orf.at; Nov. 2014

SK Rapid; Sensationeller Start für Crowdfunding Rapid InvestOR; 2015

Sell S.; Case Study: Crowdfunding a new urban park in south London, <http://www.placemakingresource.com/article/1370619/case-study-crowdfunding-new-urban-park-south-london>; London 2015

Stellungnahme des Fachsenats für Unternehmensrecht und Revision der Kammer der Wirtschaftstreuhänder Österreich zur „Bilanzierung von Genussrechten und Hybridkapital“ von Juli 1997, überarbeitet im Dezember 2010

Tornquist, E.; Alternative Finanzierungsmodelle; Arbeiterkammer Steiermark 2014

Wieser A.; Hager R.; CMS Reich-Rohrwig Heinz Crowdfunding – Wenn Private für Banken einspringen; <http://www.cms-rrh.com/newsletter-2014-01-Crowdfunding-Wenn-Private-fur-Banken-einspringen>; Newsletter 1/2014

Wikipedia; Mezzaninkapital; <https://de.wikipedia.org/wiki/Mezzaninkapital>; abgerufen Sept. 2015

Willfort R.; Crowdbusiness, Von der Idee zur erfolgreichen Umsetzung, Innovation Service Network GmbH; Wien 2016

Willfort R., Mayr P., Weber C.; Crowdfunding und Crowdsourcing, Potential für den österreichischen Innovationsstandort; Innovation Service Network GmbH; Wien 2015

Wirtschaftskammer Österreich; Informationsflyer der WKO zum Thema Crowdfunding; [https://www.wko.at/Content.Node/Service/Unternehmensfuehrung--Finanzierung-und-Foerderungen/Unternehmensrechnung/Finanzierung/Crowdfunding\\_fuer\\_oesterreichische\\_Unternehmen.html](https://www.wko.at/Content.Node/Service/Unternehmensfuehrung--Finanzierung-und-Foerderungen/Unternehmensrechnung/Finanzierung/Crowdfunding_fuer_oesterreichische_Unternehmen.html); Wien 2014

## **Crowdfunding-Plattformen**

In diese Arbeit sind Informationen folgender Crowdfunding-Seiten eingeflossen:

### ***Österreichische Plattformen***

[www.1000x1000.at](http://www.1000x1000.at) - spezialisiert auf Innovationsprojekte und Gründungsvorhaben

[www.conda.at](http://www.conda.at) - spezialisiert auf Startups

[www.crowdcapital.at](http://www.crowdcapital.at) – spezialisiert auf Crowdfunding

[www.crowdfunding.at](http://www.crowdfunding.at) – spezialisiert auf Spenden für gemeinschaftliche Projekte

[www.greenrocket.at](http://www.greenrocket.at) - spezialisiert auf Startups im Bereich Nachhaltigkeit

[www.homerocket.com](http://www.homerocket.com) – spezialisiert auf Immobilienprojektfinanzierung

[www.inject-power.at](http://www.inject-power.at) - spezialisiert auf Forschungsprojekte

[www.neurovation.net](http://www.neurovation.net) - spezialisiert auf die Kreativbranche und Prototypen

[www.respekt.net](http://www.respekt.net) - spezialisiert auf Spenden für Zivilprojekte

### ***Internationale Plattformen***

[www.indiegogo.com](http://www.indiegogo.com)

[www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com)

[www.startnext.com](http://www.startnext.com)

### ***Dachverband Europäischer Crowdfunder:***

[www.eurocrowd.org](http://www.eurocrowd.org)