

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 211

Die Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister

**Ihr Anwendungsbereich
im Hinblick auf die Anlageformen
des deutschen Rechts**

Von

Johannes Öhmann



Duncker & Humblot · Berlin

JOHANNES ÖHMANN

Die Verordnung über Europäische
Schwarmfinanzierungsdienstleister

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg
Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg
Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 211

Die Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister

Ihr Anwendungsbereich
im Hinblick auf die Anlageformen
des deutschen Rechts

Von

Johannes Öhmann



Duncker & Humblot · Berlin

Die Hohe Rechtswissenschaftliche Fakultät der Universität Köln
hat diese Arbeit im Jahr 2022 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2023 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpau
Druck: CPI Books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18809-3 (Print)
ISBN 978-3-428-58809-1 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Untersuchung wurde im Sommersemester 2022 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln als Dissertation angenommen. Rechtsänderungen und neu erschienene Literatur wurden bis September 2022 berücksichtigt.

Als ich in der Wochenzeitung „Die Zeit“ auf einen Artikel zum baldigen in Kraft treten der Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister stieß, war noch nicht abzusehen, welche Auswirkungen die Verordnung für den deutschen Markt für Schwarmfinanzierungen haben wird. Die besondere Struktur der Verordnung mit ihrem abstrakten, zwingenden und gleichzeitig aber auch begrenzten Anwendungsbereich führt zu einem im Ergebnis stark fragmentierten Regelungsrahmen. Je nach nationaler Anlageform und erbrachter Dienstleistung finden entweder die nationalen Regelungen Anwendung oder, soweit der Anwendungsbereich der Verordnung eröffnet ist, zwingend die Vorgaben der Verordnung. Die Untersuchung geht genau dieser Frage nach: In welchen Fällen muss der Schwarmfinanzierungsdienstleister in Zukunft die Vorgaben der Verordnung und in welchen Fällen weiterhin die Regelungen des deutschen Rechts einhalten?

Zwar wird mit der Verordnung in Teilbereichen ein grenzüberschreitendes Crowdfunding innerhalb der Europäischen Union möglich sein. Allerdings bestand insbesondere ausgehend vom ersten Vorschlag zur Verordnung, ein wesentlich größeres Harmonisierungspotenzial.

Besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Klaus Peter Berger LL.M. (Virginia), für das mir von Anfang an entgegengebrachte Vertrauen bei der Erstellung der Arbeit sowie die außerordentlich schnelle Erstellung des Erstgutachtens. Herrn Prof. Dr. Peter Balzer danke ich für hilfreiche inhaltliche Anmerkungen und die zügige Zweitkorrektur.

Herzlich danken möchte ich auch meiner Schwester für das orthografische Korrekturlesen sowie Tim Vieten für hilfreiche inhaltliche Anmerkungen und ein immer offenes Ohr. Außerdem bedanke ich mich bei Emil Etschmann, Sonka Zimmermann und Maren Schäfer für das Korrekturlesen und die notwendige Ablenkung, die mir bei meinem Schreibprozess in der Endphase sehr hilfreich war!

Der größte Dank gilt meinen Eltern, die meine Ambitionen seit Beginn meiner Ausbildung bedingungslos unterstützen. Bei jeglichen Fragen oder Unsicherheiten treffe ich auf immer äußerst hilfreiche Tipps und Unterstützung. Ohne diese Si-

cherheit im Rücken hätte ich meine Ausbildung nicht in dieser Form umsetzen können.

Köln, im September 2022

Johannes Öhmann

Inhaltsübersicht

| | |
|--|-----|
| Einleitung | 31 |
| A. Gegenstand der Untersuchung | 31 |
| B. Gang der Darstellung | 34 |
| | |
| <i>Erstes Kapitel</i> | |
| Grundlagen der Schwarmfinanzierung | 36 |
| A. Begriffsbestimmung | 36 |
| I. Entwicklungsgeschichte des Phänomens | 37 |
| II. Wesen des Crowdfundings | 40 |
| III. Typen des Crowdfundings | 42 |
| B. Wirtschaftliche Betrachtung des Phänomens | 48 |
| I. Gründe für die Wahl des Crowdfundings als Finanzierungsweg | 48 |
| II. Dynamik des Crowdfundings – Marktdaten | 53 |
| C. Die Crowdfunding-Kampagne | 61 |
| I. Ablauf einer Crowdfunding-Kampagne | 61 |
| II. Akteure beim Crowdfunding | 64 |
| D. Zusammenfassung | 70 |
| | |
| <i>Zweites Kapitel</i> | |
| Die Anlageformen im deutschen Recht | 71 |
| A. Unterteilung der Anlageformen | 71 |
| B. Die Regulierung des Crowdfundings im deutschen Recht: abstrakte Darstellung | 72 |
| I. Erlaubnispflichten | 73 |
| II. Prospektpflichten | 79 |
| C. Die konkreten Anlageformen und deren regulatorische Voraussetzungen | 83 |
| I. Schuldrechtliche Konstruktionen | 83 |
| II. Gesellschaftsrechtliche Konstruktionen | 103 |
| D. Regulierung als Motor der tatsächlichen Verwendung | 108 |

| | |
|--------------------------|-----|
| E. Zusammenfassung | 110 |
|--------------------------|-----|

Drittes Kapitel

**Die Verordnung der Europäischen Union zur Regulierung von
Schwarmfinanzierungsdienstleistern (ECSP-VO)** 112

| | |
|---|-----|
| A. Bisheriger rechtlicher Rahmen des grenzüberschreitenden Crowdfundings zwischen den Mitgliedstaaten: ein Mangel an Harmonisierung | 112 |
| I. Bisherige Harmonisierung und grenzüberschreitende Anerkennung in der Europäischen Union | 113 |
| II. Individuelle Regulierung auf mitgliedstaatlicher Ebene | 119 |
| III. Praktische Auswirkung: geringer Umfang an grenzüberschreitenden Tätigkeiten | 122 |
| B. Die Entstehung der ECSP-Verordnung | 123 |
| I. Entwicklung bis zum Vorschlag der Europäischen Kommission | 124 |
| II. Kompetenz und Rechtsform | 126 |
| III. Vorschlag der Kommission | 127 |
| IV. Erste Lesung des Europäischen Parlaments und vorbereitende Ausschussarbeiten | 130 |
| V. Kompromissvorschlag des Rates der Europäischen Union | 132 |
| VI. Informelles Trilog-Verfahren und politische Einigung | 133 |
| VII. Frühzeitige Einigung in zweiter Lesung gemäß Art. 294 Abs. 7 lit. a) AEUV | 137 |
| VIII. Schlussarbeiten | 139 |
| C. Leitlinien und wesentliche Regelungen der ECSP-Verordnung | 139 |
| I. Der Schwarmfinanzierungsdienstleister als Adressat | 139 |
| II. Zulassung eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters nach Art. 12 ECSP-VO | 141 |
| III. Grenzüberschreitendes Tätigwerden der Schwarmfinanzierungsdienstleister .. | 143 |
| IV. Zuständige Behörden und Aufgaben | 145 |
| V. Anlegerschützende Vorschriften | 147 |
| VI. Verhältnis zu bestehenden Regelungen | 154 |
| VII. Inkrafttreten und Übergangsregelungen | 157 |
| D. Zusammenfassung | 158 |

Viertes Kapitel

Abstrakte Bestimmung des Anwendungsbereichs der Verordnung 160

| | |
|---|-----|
| A. Die Schwarmfinanzierungsdienstleistung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ECSP-VO: | |
| Grundlagen | 160 |
| I. „Zusammenführung von Geschäftsfinanzierungsinteressen“ als Programmsatz | 161 |
| II. Akteure einer Schwarmfinanzierung | 163 |

| | | |
|------|--|-----|
| III. | Zusammenfassung | 170 |
| B. | Kreditbasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) ECSP-VO | 171 |
| I. | Anlagegegenstand: „Kredit“ | 171 |
| II. | Dienstleistung im Rahmen der kreditbasierten Schwarmfinanzierung | 179 |
| C. | Anlagebasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ii) ECSP-VO | 186 |
| I. | Anlageinstrument: „Übertragbare Wertpapiere“ | 186 |
| II. | Anlageinstrument: „für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente“ | 199 |
| III. | Dienstleistungen im Rahmen der anlagebasierten Schwarmfinanzierung | 219 |
| D. | Bereichsausnahmen | 223 |
| I. | Nicht profitorientiertes Crowdfunding | 224 |
| II. | Consumer-Lending | 225 |
| III. | Krypto-Token und Initial Coin Offerings (ICOs) | 228 |
| IV. | Begrenzung des Umfangs | 230 |
| E. | Zusammenfassung | 232 |

Fünftes Kapitel

Anwendung der ECSP-Verordnung auf die Anlageformen des deutschen Rechts

234

| | | |
|------|---|-----|
| A. | Kreditbasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) ECSP-VO | 234 |
| I. | „Einfache“, nicht-nachrangige Darlehen im Sinne von § 488 Abs. 1 BGB | 234 |
| II. | Nachrangige Darlehen | 240 |
| III. | Partiarische Darlehen | 244 |
| IV. | Zusammenfassung | 251 |
| B. | Anlagebasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ii) ECSP-VO | 251 |
| I. | „Übertragbare Wertpapiere“ | 251 |
| II. | „Für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente“ | 264 |
| III. | Zwischenergebnis | 287 |
| C. | Zusammenfassung und Ergebnis | 287 |

Schlussbetrachtung 289

| | | |
|----|---|-----|
| A. | Charakter der Verordnung: Zwingende Anwendung in einem begrenzten Anwendungsbereich | 289 |
| B. | Das disruptive Potenzial der ECSP-Verordnung: grenzüberschreitendes Tätigwerden und anwendbare Anlageformen | 290 |
| C. | Ausblick | 292 |

| | | |
|-----------------------------|-------|-----|
| Literaturverzeichnis | | 294 |
| Sachwortverzeichnis | | 326 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--------------------------------------|----|
| Einleitung | 31 |
| A. Gegenstand der Untersuchung | 31 |
| B. Gang der Darstellung | 34 |

Erstes Kapitel

| | |
|--|----|
| Grundlagen der Schwarmfinanzierung | 36 |
| A. Begriffsbestimmung | 36 |
| I. Entwicklungsgeschichte des Phänomens | 37 |
| 1. Vom Crowdsourcing zum Crowdfunding | 37 |
| 2. Erste Finanzierungen und erste Plattformen | 38 |
| II. Wesen des Crowdfundings | 40 |
| III. Typen des Crowdfundings | 42 |
| 1. Bisherige Systematisierung | 42 |
| 2. Einteilung des profitorientierten Crowdfundings | 44 |
| a) Bisherige Abgrenzung: Crowdloaning und Crowdinvesting | 44 |
| b) Die neue Kategorisierung in der ECSP-Verordnung: Kreditbasierte und anlagebasierte Schwarmfinanzierung | 46 |
| c) Vereinbarkeit der Begriffsbestimmungen | 47 |
| 3. Ergebnis | 48 |
| B. Wirtschaftliche Betrachtung des Phänomens | 48 |
| I. Gründe für die Wahl des Crowdfundings als Finanzierungsweg | 48 |
| 1. Crowdfunding als alternative Finanzierungsquelle | 48 |
| 2. Zugang des Unternehmens zu einer großen Anzahl von Personen | 51 |
| 3. Crowdfunding als Marketinginstrument | 53 |
| II. Dynamik des Crowdfundings – Marktdaten | 53 |
| 1. Allgemein | 53 |
| a) Weltweite Entwicklung | 54 |
| b) Crowdfunding in der Europäischen Union | 56 |
| c) Der deutsche Markt für Schwarmfinanzierungen | 57 |
| 2. Marktdaten nach Finanzierungszielen | 58 |
| a) Projektorientierte Finanzierungen | 58 |

| | |
|--|----|
| b) Finanzierung von Unternehmen | 59 |
| C. Die Crowdfunding-Kampagne | 61 |
| I. Ablauf einer Crowdfunding-Kampagne | 61 |
| 1. Initiationsphase | 61 |
| 2. Annahme durch die Plattform und Vorbereitung der Kampagne | 61 |
| 3. Durchführung der Finanzierungskampagne | 63 |
| 4. Abschluss der Kampagne und Auszahlung der Finanzierung | 64 |
| II. Akteure beim Crowdfunding | 64 |
| 1. Der Kapitalsuchende | 64 |
| 2. Die Anleger als Crowd | 65 |
| 3. Die Schwarmfinanzierungsplattform als Vermittler | 66 |
| a) Die Doppelrolle zwischen Projekträger und Anleger | 67 |
| b) Vergütung der Plattform | 68 |
| 4. Beteiligung von Zweckgesellschaften | 68 |
| D. Zusammenfassung | 70 |

Zweites Kapitel

| | |
|--|----|
| Die Anlageformen im deutschen Recht | 71 |
| A. Unterteilung der Anlageformen | 71 |
| B. Die Regulierung des Crowdfundings im deutschen Recht: abstrakte Darstellung | 72 |
| I. Erlaubnispflichten | 73 |
| 1. Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 KWG | 74 |
| a) Betreiben von Bankgeschäften im Sinne von § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1–12 KWG | 74 |
| b) Anforderungen an die Erlaubniserteilung | 75 |
| 2. Erlaubnis nach § 15 Abs. 1 WpIG | 76 |
| 3. Erlaubnis nach § 10 Abs. 1 ZAG? | 79 |
| II. Prospektpflichten | 79 |
| 1. Prospektpflichten des Vermögensanlagegesetzes (VermAnlG) | 80 |
| 2. Prospektpflicht des Art. 3 Abs. 1 VO (EU) 2017/1129 (Prospektverordnung) | 82 |
| C. Die konkreten Anlageformen und deren regulatorische Voraussetzungen | 83 |
| I. Schuldrechtliche Konstruktionen | 83 |
| 1. Anlageformen mit einer erfolgsunabhängigen Gegenleistung | 83 |
| a) „Einfache“, nicht-nachrangige Darlehen | 83 |
| aa) Das sog. „echte“ Crowdlending | 83 |
| (1) Aufsichtsrechtliche Anforderungen | 83 |
| (2) Auswege | 85 |

| | |
|---|-----|
| bb) Das sog. „unechte“ Crowdlanding | 86 |
| (1) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen | 86 |
| (2) Regulatorische Anforderungen | 87 |
| b) Nachrangige Darlehen | 89 |
| aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen | 89 |
| bb) Regulatorische Anforderungen | 90 |
| c) Anleihen | 92 |
| aa) Rechtliche Rahmenbedingungen | 92 |
| (1) Ausgabe der Anleihen durch das kapitalsuchende Unternehmen | 93 |
| (2) Wertpapierbasiertes Crowdlanding: Ausgabe der Anleihen durch einen Dritten | 93 |
| bb) Regulatorische Anforderungen | 94 |
| 2. Anlageformen mit einer erfolgsabhängigen Gegenleistung | 94 |
| a) Partiarische (Nachrang-)Darlehen | 95 |
| aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen | 95 |
| bb) Regulatorische Anforderungen | 95 |
| b) Stille Beteiligungen | 96 |
| aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen | 96 |
| bb) Regulatorische Anforderungen | 97 |
| c) Genussrechte | 98 |
| aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen | 98 |
| bb) Regulatorische Anforderungen | 99 |
| d) Genussscheine | 100 |
| aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen | 100 |
| bb) Regulatorische Anforderungen | 100 |
| e) Investment-Token | 101 |
| II. Gesellschaftsrechtliche Konstruktionen | 103 |
| 1. Anteile an einer AG oder einer KGaA | 104 |
| a) Erlaubnispflicht des § 15 Abs. 1 WpIG | 104 |
| b) Prospektpflicht des Art. 3 Abs. 1 ProspektVO | 104 |
| 2. Anteile an einer GmbH oder einer KG | 106 |
| a) Erlaubnispflichten | 106 |
| b) Prospektpflichten | 107 |
| D. Regulierung als Motor der tatsächlichen Verwendung | 108 |
| E. Zusammenfassung | 110 |

*Drittes Kapitel***Die Verordnung der Europäischen Union zur Regulierung von
Schwarmfinanzierungsdienstleistern (ECSP-VO)**

112

| | |
|---|-----|
| A. Bisheriger rechtlicher Rahmen des grenzüberschreitenden Crowdfundings zwischen den Mitgliedstaaten: ein Mangel an Harmonisierung | 112 |
| I. Bisherige Harmonisierung und grenzüberschreitende Anerkennung in der Europäischen Union | 113 |
| 1. Erbringung von Wertpapierdienstleistungen: die MiFiD II-Richtlinie (RL 2014/65/EU) | 113 |
| a) Grundlagen: Möglichkeit grenzüberschreitender Tätigkeiten durch gegenseitige Anerkennung zwischen den Mitgliedstaaten | 114 |
| b) Begrenzter Anwendungsbereich | 114 |
| c) Fehlende Attraktivität im Anwendungsbereich | 117 |
| 2. Billigung von Verkaufsprospekt im Zusammenhang mit Wertpapieren: die Wertpapierprospektverordnung (VO 2017/1129) | 117 |
| a) Einheitliche Vorgaben der Prospektflicht | 118 |
| b) Grenzüberschreitende Anerkennung der Verkaufsprospekte | 118 |
| c) Begrenzter Anwendungsbereich | 118 |
| II. Individuelle Regulierung auf mitgliedstaatlicher Ebene | 119 |
| 1. Unterschiedliche Ansätze der Regulierung | 119 |
| 2. Unterschiedliche Anforderungen für Plattformbetreiber | 120 |
| III. Praktische Auswirkung: geringer Umfang an grenzüberschreitenden Tätigkeiten | 122 |
| B. Die Entstehung der ECSP-Verordnung | 123 |
| I. Entwicklung bis zum Vorschlag der Europäischen Kommission | 124 |
| 1. Standpunkte der Kommission im Hinblick auf das Crowdfunding bis zum Jahr 2018 | 124 |
| 2. Der FinTech-Aktionsplan | 125 |
| II. Kompetenz und Rechtsform | 126 |
| III. Vorschlag der Kommission | 127 |
| 1. Leitlinien des Verordnungsvorschlags | 128 |
| 2. Die Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses (EWSA) | 129 |
| IV. Erste Lesung des Europäischen Parlaments und vorbereitende Ausschussarbeiten | 130 |
| V. Kompromissvorschlag des Rates der Europäischen Union | 132 |
| VI. Informelles Trilog-Verfahren und politische Einigung | 133 |
| 1. Gegenstand und Ablauf des Trilog-Verfahrens | 133 |
| 2. Positionen der beteiligten Organe und politische Einigung | 135 |
| VII. Frühzeitige Einigung in zweiter Lesung gemäß Art. 294 Abs. 7 lit. a) AEUV | 137 |
| 1. Festlegung der Standpunkte des Rates in erster Lesung und Annahme der Texte durch das Parlament in zweiter Lesung | 137 |

| | |
|--|-----|
| 2. Positionen Österreichs und Deutschlands | 138 |
| VIII. Schlussarbeiten | 139 |
| C. Leitlinien und wesentliche Regelungen der ECSP-Verordnung | 139 |
| I. Der Schwarmfinanzierungsdienstleister als Adressat | 139 |
| II. Zulassung eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters nach Art. 12 ECSP-VO | 141 |
| 1. Voraussetzungen der Zulassungserteilung | 141 |
| 2. Das Zulassungsverfahren und der Umfang der Zulassung | 142 |
| III. Grenzüberschreitendes Tätigwerden der Schwarmfinanzierungsdienstleister | 143 |
| 1. Entwicklung | 143 |
| 2. Verfahren zur Erstreckung der Zulassung auf andere Mitgliedstaaten der Europäischen Union | 144 |
| IV. Zuständige Behörden und Aufgaben | 145 |
| 1. Nationale Aufsicht bei europäischer Koordination | 145 |
| 2. Wesentliche Aufgaben der zuständigen nationalen Behörde | 147 |
| V. Anlegerschützende Vorschriften | 147 |
| 1. Dreiklang der regulatorischen Anforderungen | 147 |
| 2. Organisatorische Anforderungen | 148 |
| 3. Offenlegungspflichten | 149 |
| a) Allgemeine Informationspflichten in Art. 19 sowie Art. 20 ECSP-VO | 150 |
| b) Das Anlagebasisinformationsblatt | 150 |
| 4. Aufsichtsrechtliche Anforderungen | 152 |
| 5. Weitere Schutzmechanismen zugunsten sog. „nicht kundiger Anleger“ | 152 |
| VI. Verhältnis zu bestehenden Regelungen | 154 |
| 1. Nationale Vorschriften, insbesondere Art. 1 Abs. 3 ECSP-VO | 154 |
| 2. Richtlinie 2014/65/EU, MiFID II | 155 |
| 3. Verordnung (EU) 2017/1129, Prospektverordnung | 156 |
| 4. Verordnung (EU) 1286/2014, PRIIP | 156 |
| 5. Parallel Lizzenzen, um verschiedene Tätigkeiten zu erbringen | 157 |
| VII. Inkrafttreten und Übergangsregelungen | 157 |
| D. Zusammenfassung | 158 |

Viertes Kapitel

| | |
|---|-----|
| Abstrakte Bestimmung des Anwendungsbereichs der Verordnung | 160 |
| A. Die Schwarmfinanzierungsdienstleistung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ECSP-VO: | |
| Grundlagen | 160 |
| I. „Zusammenführung von Geschäftsfiananzierungsinteressen“ als Programmsatz | 161 |
| 1. Maß des Finanzierungsinteresses des Projektträgers | 161 |
| 2. Grad der Beteiligung der Schwarmfinanzierungsplattform | 163 |

| | | |
|------|---|-----|
| II. | Akteure einer Schwarmfinanzierung | 163 |
| 1. | Schwarmfinanzierungsdienstleister | 164 |
| 2. | Projektträger | 164 |
| 3. | Anleger | 164 |
| 4. | Rechtsstrukturen zwischen Projektträger und Anleger | 165 |
| a) | Systematik: „Rechtsstrukturen“ als Oberbegriff | 165 |
| b) | Zweckgesellschaften im Sinne der ECSP-Verordnung | 166 |
| aa) | Einschränkende Verwendung auf Grundlage von Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO | 167 |
| (1) | Illiquide Vermögenswerte im Sinne von Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO | 168 |
| (2) | Unteilbare Vermögenswerte im Sinne von Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO | 168 |
| bb) | Zwischenergebnis | 169 |
| c) | Sonstige Rechtsstrukturen unter der Verordnung | 169 |
| III. | Zusammenfassung | 170 |
| B. | Kreditbasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) ECSP-VO | 171 |
| I. | Anlagegegenstand: „Kredit“ | 171 |
| 1. | Bestandteile einer Kreditvereinbarung im Sinne der Verordnung | 171 |
| 2. | Insbesondere: „Unbedingtheit“ der Rückzahlungsverpflichtung | 171 |
| a) | Ausgangspunkt | 172 |
| aa) | Wortlaut | 172 |
| bb) | Zweck und Gesetzgebungsentwicklung | 173 |
| cc) | Auslegungsmöglichkeiten | 174 |
| b) | Verwendung des Begriffs der „Unbedingtheit“ auf Ebene der Europäischen Union | 175 |
| c) | Gleiches Verständnis wie in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG? | 176 |
| aa) | Vergleich zwischen europäischem und deutschem Verständnis | 177 |
| bb) | Begriff der „Unbedingtheit“ nur im deutschen Recht | 178 |
| cc) | Folge für das Begriffsverständnis | 178 |
| d) | Ergebnis | 179 |
| II. | Dienstleistung im Rahmen der kreditbasierten Schwarmfinanzierung | 179 |
| 1. | „Vermittlung von Krediten“ | 179 |
| a) | Erleichtern des Vertragsabschlusses | 180 |
| b) | Keine eigene oder organisatorische Beteiligung am Finanzfluss | 181 |
| c) | Zusammenfassung als Definition | 182 |
| 2. | „Individuelle Verwaltung des Kreditportfolios“ | 182 |
| a) | Tatbestand der individuellen Verwaltung | 184 |
| b) | Verhältnis zum Tatbestand der „Vermittlung“ im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) ECSP-VO | 185 |
| 3. | Zusammenfassung | 185 |

| | |
|---|-----|
| C. Anlagebasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ii) ECSP-VO | 186 |
| I. Anlageinstrument: „Übertragbare Wertpapiere“ | 186 |
| 1. Grundlagen: Verweis auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFiD II | 187 |
| a) Abweichende Auslegungspraxis in den Mitgliedstaaten | 187 |
| b) Grundvoraussetzung: Übertragbarkeit | 188 |
| c) Aufbau des Tatbestands | 188 |
| 2. Die einzelnen Tatbestandselemente des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFiD II | 189 |
| a) Standardisierung: Einordnungsmöglichkeit in eine Kategorie von Wertpapieren | 189 |
| b) Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt | 192 |
| aa) Kapitalmarkt | 193 |
| bb) Handelbarkeit | 194 |
| (1) Rechtliche Möglichkeit der Übertragung | 195 |
| (2) Umsetzbarkeit der Übertragung | 195 |
| (3) Liquider Sekundärmarkt als Voraussetzung der Handelbarkeit? | 196 |
| c) Kein Zahlungsinstrument | 197 |
| d) Zusätzliches Tatbestandsmerkmal der Vergleichbarkeit mit traditionellen Anlageformen? | 198 |
| 3. Zusammenfassung | 199 |
| II. Anlageinstrument: „für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente“ | 199 |
| 1. Legaldefinition und Auslegung | 201 |
| a) Vorüberlegung: Verhältnis zwischen „übertragbaren Wertpapieren“ und „für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten“ | 201 |
| aa) Unterschiede der Tatbestände | 202 |
| bb) Auslegung der „effektiven Übertragbarkeit“ entsprechend der „Handelbarkeit“? | 203 |
| cc) Zwischenergebnis: autonome Auslegung von Art. 2 Abs. 1 lit. n) ECSP-VO | 204 |
| b) Tatbestandsmerkmal: „Anteile einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung“ | 204 |
| aa) Wortlaut | 204 |
| bb) Vergleich zu Verwendungen in anderen Rechtstexten der Europäischen Union | 204 |
| cc) Bezugspunkt der beschränkten Haftung | 205 |
| dd) Ergebnis | 207 |
| c) Tatbestandsmerkmal: „Beschränkungen [der Übertragbarkeit], durch die eine Übertragung der Anteile effektiv verhindert würde“ | 207 |
| aa) Beschränkungen in Bezug auf die Übertragung an sich | 208 |
| bb) Vermarktungsbeschränkungen als Beschränkungen der Übertragbarkeit | 209 |
| (1) Beschränkung der Art und Weise des öffentlichen Angebots | 209 |

| | |
|--|-----|
| (2) Beschränkung der Art und Weise des öffentlichen Bewerbens | 210 |
| cc) Effektives Verhindern einer Übertragung | 210 |
| dd) Bezugspunkt der effektiven Verhinderung der Übertragung | 211 |
| 2. Notwendigkeit einer Zulassung der unter Art. 2 Abs. 1 lit. n) ECSP-VO fahrenden Anlageformen? | 213 |
| a) Kein Verweis auf den Anhang der Verordnung | 214 |
| b) Unterrichtung der ESMA in Art. 2 Abs. 3 ECSP-VO als Zulassung im Sinne von lit. n)? | 215 |
| c) Gestattung auf Grundlage von Art. 2 Abs. 2 ECSP-VO | 216 |
| d) Herangehensweise des Schwarmfinanzierung-Begleitgesetzes | 217 |
| e) Ergebnis | 218 |
| 3. Zusammenfassung | 218 |
| III. Dienstleistungen im Rahmen der anlagebasierten Schwarmfinanzierung | 219 |
| 1. Systematik | 219 |
| a) Die gemeinsame Erbringung der Dienstleistungen als Kernelement | 219 |
| b) Auslegung der Dienstleistungen im Sinne der Richtlinie 2014/65/EU (MiFiD II) | 220 |
| 2. „Platzierung – ohne feste Übernahmeverpflichtung im Sinne des Anhangs I Abschnitt A Nummer 7 der Richtlinie 2014/65/EU“ | 220 |
| a) Platzierung der Anlageinstrumente | 221 |
| b) Keine feste Übernahmeverpflichtung gegenüber dem Projektträger | 221 |
| 3. „Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen“ im Sinne von Anhang I Abschnitt A Nummer 1 der Richtlinie 2014/65/EU | 222 |
| a) Definition | 222 |
| b) Abgrenzung zur „Ausführung von Aufträgen im Namen des Kunden“ | 223 |
| D. Bereichsausnahmen | 223 |
| I. Nicht profitorientiertes Crowdfunding | 224 |
| II. Consumer-Lending | 225 |
| III. Krypto-Token und Initial Coin Offerings (ICOs) | 228 |
| IV. Begrenzung des Umfangs | 230 |
| E. Zusammenfassung | 232 |

Fünftes Kapitel

Anwendung der ECSP-Verordnung auf die Anlageformen des deutschen Rechts

| | |
|--|-----|
| A. Kreditbasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a i) ECSP-VO | 234 |
| I. „Einfache“, nicht-nachrangige Darlehen im Sinne von § 488 Abs. 1 BGB | 234 |
| 1. Das Geschäftsmodell des „echten“ Crowd lendings | 234 |

| | |
|---|-----|
| 2. Das Geschäftsmodell des „unechten“ Crowdleadings | 235 |
| a) Rechtliche Konstruktion und Regulierung im deutschen Recht | 236 |
| b) Subsumtion unter „Kredit“ im Sinne von Art. 2 Abs. 1 lit. b) ECSP-VO? | 236 |
| aa) Ausgangspunkt: Wortlaut | 236 |
| bb) Umsetzung des effet utile-Grundsatzes? | 237 |
| cc) Förderung von Direktanlagen | 238 |
| dd) Eingeschränkte Zulässigkeit der Zwischenschaltung von Rechtsstrukturen zwischen Anleger und Projektträger | 238 |
| (1) Zweckgesellschaft im Sinne der Verordnung? | 238 |
| (2) Zwischengeschaltete Rechtsstrukturen | 239 |
| c) Ergebnis | 240 |
| II. Nachrangige Darlehen | 240 |
| 1. Verständnis und Regulierung im deutschen Recht | 240 |
| 2. Nachrangigkeit von Darlehen als Bedingung | 241 |
| a) Begründung anhand der Definition auf der Ebene der Europäischen Union | 242 |
| aa) Vereinbarung eines einfachen Nachrangs | 242 |
| bb) Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs | 242 |
| b) Absichtliche Einschränkung des Anwendungsbereichs | 243 |
| 3. Ergebnis | 243 |
| III. Partiarische Darlehen | 244 |
| 1. Rechtliche Konstruktion | 244 |
| 2. Subsumtion von partiarischen Darlehen unter „Kredit“ im Sinne der Verordnung | 244 |
| 3. Unbedingte Verpflichtung zur Zahlung der gewinnabhängigen Vergütung | 245 |
| a) Subsumtion von gewinnabhängigen Vergütungselementen unter Zinsen im Sinne von lit. b)? | 245 |
| aa) Systematik innerhalb der ECSP-Verordnung | 246 |
| bb) Vergleich zum System der Europäischen Union | 247 |
| cc) Zwischenergebnis | 247 |
| b) Analoge Anwendung | 247 |
| aa) Gesetzeslücke im System des Sekundärrechts | 249 |
| bb) Interne, planwidrige Lücke sowie rechtliche Ähnlichkeit zwischen geregeltem und ungeregeltem Fall | 249 |
| c) Ergebnis | 251 |
| IV. Zusammenfassung | 251 |
| B. Anlagebasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ii) ECSP-VO | 251 |
| I. „Übertragbare Wertpapiere“ | 251 |
| 1. Anteile an einer Aktiengesellschaft (AG) | 252 |
| a) Keine Begrenzung auf Anteile an Aktiengesellschaften im Sinne des Aktiengesetzes | 252 |

| | |
|---|------------|
| b) Subsumtion | 253 |
| aa) Standardisierung | 253 |
| bb) Handelbarkeit von Aktien | 254 |
| (1) Rechtliche Möglichkeit der Übertragung | 254 |
| (2) Tatsächliche Umsetzbarkeit der Übertragung | 255 |
| c) Ergebnis | 256 |
| 2. Anteile an einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) | 256 |
| 3. Anteile an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) | 257 |
| a) Standardisierung | 257 |
| b) Handelbarkeit | 258 |
| 4. Anteile an einer Kommanditgesellschaft (KG) | 258 |
| 5. Anleihen | 260 |
| a) Anleihen als „übertragbare Wertpapiere“ | 260 |
| b) Subsumtion der in Betracht kommenden Geschäftsmodelle | 261 |
| aa) Wertpapierbasiertes Crowdensing | 261 |
| bb) Verbriefung von Darlehen | 263 |
| c) Ergebnis | 263 |
| 6. Genussscheine | 263 |
| 7. Zusammenfassung | 264 |
| II. „Für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente“ | 264 |
| 1. Anteile an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) im Sinne des GmbHG | 265 |
| a) Tatbestandsmerkmal: „Anteil einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung“ | 265 |
| b) Tatbestandsmerkmal: „Beschränkungen [der Übertragbarkeit], durch die eine Übertragung der Anteile effektiv verhindert würde“ | 266 |
| aa) Zustimmungspflicht der Gesellschaft gemäß § 15 Abs. 5 GmbHG .. | 266 |
| bb) Notarielles Beurkundungserfordernis der §§ 15 Abs. 3 und 4 GmbHG .. | 267 |
| cc) Auswege | 269 |
| (1) Modifikation beim Geschäftsmodell: Zulassung von Beteiligungen mit einer hinreichenden Anlagesumme | 269 |
| (2) Modifikation beim Hindernis: Abschaffung des notariellen Beurkundungserfordernisses | 270 |
| (a) Abschaffung des notariellen Beurkundungserfordernisses in Gänze | 273 |
| (b) Ausnahme für über Schwarmfinanzierungsplattformen erworbene Anteile an einer GmbH | 273 |
| (aa) Umsetzbarkeit | 274 |
| (bb) Das Beispiel Italien und Ausblick | 276 |
| c) Ergebnis | 277 |

| | |
|--|-----|
| 2. Anteile an einer Aktiengesellschaft (AG) | 278 |
| a) Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Übertragbarkeit | 278 |
| b) Beschränkung der Übertragbarkeit | 278 |
| c) Ergebnis | 280 |
| 3. Anteile an einer Kommanditgesellschaft (KG) | 280 |
| a) Keine beschränkte Haftung aller Gesellschafter der KG | 280 |
| b) Übertragbarkeit und Vinkulierung | 281 |
| c) Ergebnis | 283 |
| 4. Anteile an einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) | 283 |
| 5. Anteile an einer stillen Gesellschaft | 284 |
| a) Übertragbarkeit der Beteiligung | 284 |
| b) Die stille Gesellschaft als „Gesellschaft“ im Sinne von lit. n)? | 286 |
| c) Ergebnis | 287 |
| III. Zwischenergebnis | 287 |
| C. Zusammenfassung und Ergebnis | 287 |
| Schlussbetrachtung | 289 |
| A. Charakter der Verordnung: Zwingende Anwendung in einem begrenzten Anwendungsbereich | 289 |
| B. Das disruptive Potenzial der ECSP-Verordnung: grenzüberschreitendes Tätigwerden und anwendbare Anlageformen | 290 |
| C. Ausblick | 292 |
| Literaturverzeichnis | 294 |
| Sachwortverzeichnis | 326 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|----------------------|---|
| 5. VermBG | Fünftes Vermögensbildungsgesetz |
| a.E. | am Ende |
| Abs. | Absatz |
| AER | The American Economic Review |
| AG | Aktiengesellschaft |
| AGB | Allgemeine Geschäftsbedingungen |
| AktG | Aktiengesetz |
| Art. | Artikel |
| AUEV | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| Balkan Soc. Sci. Rev | Balkan Social Science Review |
| BankArchiv | Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen |
| BB | Betriebs-Berater |
| BC | Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling |
| BeckOGK | Beck-online Großkommentar |
| BeckOK | Beck'scher Online Kommentar |
| BeckRS | Beck-online Rechtsprechung |
| BEUC | The European Consumer Organisation |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BKR | Zeitschrift- für Bank und Kapitalmarktrecht |
| BR-Drs. | Bundesratsdrucksache |
| BT-Drs. | Bundestagsdrucksache |
| BVerwG | Bundesverwaltungsgericht |
| BWG | Bankwesengesetz (Österreich) |
| bzw. | beziehungsweise |
| CBLR | Columbia Business Law Review |
| CESR | Committee of European Securities Regulators |
| CF | Corporate Finance |
| Chic. J. Int. Law | Chicago Journal of International Law |
| CJEL | Columbia Journal of European Law |
| COM | Europäische Kommission |
| CRD | Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, in der Fassung vom 28.06.2021 |

| | |
|--------------------------|---|
| CRR | Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012 |
| DB | Der Betrieb |
| DBW | Die Betriebswirtschaft |
| Der Staat | Zeitschrift für Staatslehre und Verfassungsgeschichte, deutsches und europäisches öffentliches Recht |
| DGSG | Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Einlagensicherungssysteme |
| DNotZ | Deutsche Notar-Zeitschrift |
| DStR | Deutsches Steuerrecht |
| E-Geld-RL | Richtlinie 2009/110/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten, zur Änderung der Richtlinien 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2000/46/EG |
| EBA | European Banking Authority |
| Ebd. | Ebenda |
| EBI Working Paper Series | European Banking Institute Working Paper Series |
| EBOR | European Business Organization Law Review |
| ECFR | European Company and Financial Law Review |
| ECLI | European Case Law Identifier |
| ECN | European Crowdfunding Network |
| ECON | Economic and Monetary Affairs Committee/Ausschuss für Wirtschaft und Währung |
| ECSP | European Crowdfunding Service Provider |
| ECSP-Verordnung/ | Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937 |
| ECSP-VO | Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen, COM(2018) 113 final vom 8.3. 2018 |
| ECSP-VO-E | |
| ECSP-VO-E-EP | Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 27. März 2019 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen, COM(2018)0133 – C8–0103/2018–2018/0048(COD) |
| ECSP-VO-E-R | Kompromissvorschlag des Rates der Europäischen Union für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister (ECSP) für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung Nr. 2017/1129, 2018/0048 (COD) vom 24.6.2019 |
| EG | Europäische Gemeinschaften |
| EJCL | European Journal of Comparative Law and Governance |
| EJRR | European Journal of Risk Regulation |

| | |
|--------------------|--|
| EMIR | Verordnung (EU) Nr. 648/2012 der Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister |
| EP | Europäisches Parlament |
| ESMA | Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde |
| ESMA-VO | Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) |
| EU | Europäische Union |
| EuCML | Journal of European Consumer and Market Law |
| EuG | Gericht der Europäischen Union |
| EuGH | Europäischer Gerichtshof |
| Eur. Bus. Law Rev. | European Business Law Review |
| Eurostat | Statistisches Amt der Europäischen Union |
| EuZW | Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| EWSA/EESC | Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss |
| EZB/ECB | Europäische Zentralbank/European Central Bank |
| f. | folgende |
| FAQ | Frequently asked questions |
| ff. | fortfolgende |
| Fn. | Fußnote |
| FRUG | Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz |
| FS | Festschrift |
| GbR | Gesellschaft bürgerlichen Rechts |
| GesKR | Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht |
| GewArch | Zeitschrift Gewerbearchiv |
| GewO | Gewerbeordnung |
| GmbH & Co. KG | Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft |
| GmbHR | GmbH-Rundschau |
| GNotKG | Gerichts- und Notarkostengesetz |
| GO-EP | Geschäftsordnung des Europäischen Parlaments, 9. Wahlperiode, 2021 |
| GWR | Zeitschrift für Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| Hrsg. | Herausgeber |
| Hs. | Halbsatz |
| i. d. R. | in der Regel |
| i. S. d. | im Sinne des |
| i. S. v. | im Sinne von |
| i. V. m. | in Verbindung mit |
| ICO | Initial Coin Offering |
| IFD | Richtlinie (EU) 2019/2034 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 2002/87/EG, 2009/65/EG, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/59/EU und 2014/65/EU |

| | |
|---------------|--|
| IFR | Verordnung (EU) 2019/2033 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010, (EU) Nr. 575/2013, (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 806/2014 |
| IOSCO | International Organization of Securities Commissions |
| ITS | Implementing technical standards |
| JA | Juristische Arbeitsblätter |
| JBV | Journal of Business Venturing |
| JFQA | Journal of Financial and Quantitative Analysis |
| JSBED | Journal of Small Business & Entrepreneurship |
| JuS | Juristische Schulung |
| JuSER | The journal of small and emerging business law |
| JZ | JuristenZeitung |
| KG | Kommanditgesellschaft |
| KGaA | Kommanditgesellschaft auf Aktien |
| KMU | kleine und mittlere Unternehmen |
| KWG | Kreditwesengesetz |
| lit. | litera |
| m. w. N. | mit weiteren Nachweisen |
| MiCA-VO | Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates on Markets in Crypto-assets, COM(2020) 593 final |
| MiFiD I | Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente |
| MiFiD II | Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente |
| MiFiR | Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente |
| MJ | Maastricht Journal of European and Comparative Law |
| MLR | The Modern Law Review |
| MMR | Multimedia und Recht |
| MüKo | Münchener Kommentar |
| MünchHdb | Münchener Handbuch |
| N. C. L. Rev. | North Carolina Law Review |
| NBER | National Bureau of Economic Research |
| NJW | Neue juristische Wochenschrift |
| Nr. | Nummer |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| OLG | Oberlandesgericht |
| passim | Allenthalben |
| PRIIP-VO | Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP) |

| | |
|---------------------------------------|--|
| ProspektVO | Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist |
| PSD II | Richtlinie (EU) 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt |
| Q&A | Questions & Answers |
| LabelsZ | Labels Zeitschrift für ausländisches und internationals Privatrecht |
| RdF | Recht der Finanzinstrumente |
| RDi | Recht Digital |
| RG | Reichsgericht |
| RGZ | Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen |
| RL | Richtlinie |
| Rs. | Rechtssache |
| RTS | Regulatory technical standards |
| Rz. | Randzeichen |
| S. | Satz bzw. Seite/Seiten |
| SE | Societas Europea |
| SE-VO | Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) |
| sog. | sogenannte/r/s |
| SPV | Special Purpose Vehicle |
| s.r.l. | Società a responsabilità limitata, italienische Rechtsform einer Kapitalgesellschaft mit beschränkter Haftung |
| SSRN | Social Science Research Network |
| SWD | Arbeitsunterlagen der Kommissionsdienststellen |
| Tenn. J. Bus. L. | The Tennessee Journal of Business Law |
| u. a. | unter anderem |
| UAbs. | Unterabsatz |
| UG | Unternehmergesellschaft |
| Unif. L. Rev. | Uniform Law Review/Revue de Droit Uniforme |
| University of Pennsylvania J. Bus. L. | University of Pennsylvania Journal of Business Law |
| VC | Venture Capital |
| VermAnlG | Vermögensanlagegesetz |
| Verf. | Verfasser |
| VG | Verwaltungsgericht |
| vgl. | vergleiche |
| VGH | Verwaltungsgerichtshof |
| VIB | Vermögensanlagen-Informationsblatt i.S.d. § 13 Abs. 1 |
| VO | VermAnlG |
| VuR | Verordnung |
| Wake Forest L. Rev. | Verbraucher und Recht |
| WBL | Wake Forest Law Review |
| WIB | Wirtschaftsrechtliche Blätter |
| | Wertpapier-Informationsblatt i.S.d. § 4 WpPG |

| | |
|-------------|---|
| WM | Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht |
| WpHG | Wertpapierhandelsgesetz |
| WpIG | Wertpapierinstitutsgesetz |
| WpPG | Wertpapierprospektgesetz |
| WpÜG | Wertpapierübernahmegeresetz |
| ZAG | Gesetz über die Beaufsichtigung von Zahlungsdiensten |
| ZBB | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft |
| ZdiW | Zeitschrift für das Recht der digitalen Wirtschaft |
| ZEuP | Zeitschrift für Europäisches Privatrecht |
| ZfCM | Zeitschrift für Controlling und Management |
| ZfgK | Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen |
| ZfKE | Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship |
| ZfIR | Zeitschrift für Immobilienrecht |
| ZfPW | Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| ZUM | Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht |
| ZVertriebsR | Zeitschrift für Vertriebsrecht |
| ZVglRWiss | Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft |

Einleitung

A. Gegenstand der Untersuchung

Die hinreichende Kapitalausstattung von Unternehmen ist essenzieller Bestandteil einer funktionierenden Volkswirtschaft. Insbesondere junge und innovative Unternehmen haben jedoch in der Anfangsphase ihrer Unternehmung oftmals Schwierigkeiten eine ausreichende Finanzierung sicherzustellen.¹ Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass sich Banken seit der Finanzkrise zurückhaltender in Bezug auf die Vergabe von Risikokapital verhalten.² Gleichzeitig sind Anleger in der derzeitigen Zinslandschaft ständig auf der Suche nach Investitionsmöglichkeiten.³ Das Phänomen der (profitorientierten) Schwarmfinanzierung (auch Crowdfunding genannt) reagiert auf diese Interessenslage und ermöglicht den Zusammenschluss einer Vielzahl von Personen zu einem Finanzierungskollektiv. Die Kombination der Finanzierungsbeiträge gibt Kleinanlegern die Chance, an der Wertsteigerung von jungen und innovativen Unternehmen zu partizipieren und begründet gleichzeitig für diese eine alternative Finanzierungsquelle. Seitdem sich das Prinzip des Zusammenschlusses einer Vielzahl von Anlegern zur Finanzierung eines Unternehmens oder Projekts etabliert hat, wird diese neue Finanzierungsform auch von Unternehmen in Anspruch genommen, die an sich nicht mit einer Finanzierungslücke zu kämpfen haben. Sie sehen im Crowdfunding vielmehr eine Alternative zu traditionellen Finanzierungsformen.⁴ Crowdfunding schließt somit nicht nur die Finanzierungslücke von Start-ups, sondern etabliert sich zunehmend insbesondere im Bereich der Immobilienfinanzierung als eine Alternative zur klassischen Kapitalgenerierung.

Grundvoraussetzung für eine Schwarmfinanzierung ist ein funktionierender Crowdfunding-Markt mit einer hinreichenden Anzahl an Anlegern und einer ausreichenden Kapitalausstattung dieser. Bisher finden Schwarmfinanzierungen in der Europäischen Union zumindest im Bereich des profitorientierten Crowdfundings

¹ Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, S. 237, 255; Hagedorn/Pinkwart, HHL Working Paper 120 2012, S. 1, 6f.; Armour/Enriques, MLR 2018, S. 51, 54.

² Armour/Enriques, MLR 2018, S. 51; Dorfleitner/Kapitz/Wimmer, DBW 2014, S. 283, 284; Nietsch/Eberle, DB 2014, S. 1788, 1789.

³ Siehe für diese Interessenslage Fabricius, BKR 2022, S. 139 f.

⁴ Zum Immobilien-Crowdfunding Wunschel/Gaßner, ZfIR 2015, S. 853, 858.

maßgeblich auf nationaler Ebene statt.⁵ Das heißt, dass die Plattformen in aller Regel nur die Anleger eines Mitgliedstaats adressieren. Dies führt im Ergebnis zu einer starken Einschränkung der für ein Projekt verfügbaren Anzahl an Anlegern und des damit verfügbaren Kapitals. Die nationale Ausrichtung des Crowdfundings ist maßgeblich auf eine fehlende Harmonisierung auf der Ebene der Europäischen Union zurückzuführen:⁶ Die individuellen nationalen Regulierungsansätze begründen für Anbieter von Crowdfunding-Kampagnen einen hohen Aufwand in Bezug auf ein mögliches grenzüberschreitendes Tätigwerden. Auch wenn grundsätzlich jede Crowdfunding-Plattform in jedem Mitgliedsstaat eine Erlaubnis für deren Tätigkeit beantragen könnte, so erfolgte dies bisher aufgrund des damit verbundenen Aufwands nur äußerst selten. Aus diesem Grund besteht faktisch kein grenzüberschreitender Markt für profitorientierte Schwarmfinanzierungen in der Europäischen Union. Zwar existieren auf der Ebene der Europäischen Union vereinzelt Vorschriften, die unter anderem auf Crowdfunding-Finanzierungen anwendbar sind, allerdings sind diese in ihrem Anwendungsbereich begrenzt.⁷ Zudem fehlt es an einer hinreichenden Attraktivität dieser, als dass Crowdfunding-Plattformen diese Regelungen flächendeckend anwenden würden.⁸ Obwohl in den vergangenen Jahren in einer Vielzahl der Mitgliedstaaten ein starkes Wachstum dieser alternativen Finanzierungsform zu verzeichnen war, wurde das Potenzial der Europäischen Union im Hinblick auf Schwarmfinanzierungen aufgrund der fehlenden Harmonisierung nicht ausgeschöpft.

Am 07. Oktober 2020 hat das Europäische Parlament die Verordnung zur Regulierung von Schwarmfinanzierungsplattformen in der Europäischen Union (ECSP-VO)⁹ verabschiedet, die den zentralen Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit darstellt. Gegenstand der Verordnung ist die Harmonisierung der Vorgaben für Crowdfunding-Plattformen mit dem Ziel der Schaffung eines einheitlichen europäischen Marktes für Schwarmfinanzierungen.¹⁰ Die Verordnung und damit auch die Untersuchung ist auf Geschäftsmodelle beschränkt, bei denen die Anleger ein Profitinteresse haben. Vom Anwendungsbereich nicht erfasst werden Finanzierungen, bei denen die Anleger keine oder nur eine symbolische Gegen-

⁵ Im Jahr 2017 fanden nur 1,2 % der Finanzierungen im Rahmen des Crowdfundings in der Europäischen Union grenzüberschreitend statt, *Chervyakov/Rocholl*, Bruegel Policy Contribution 2019, S. 1, 4.

⁶ *Will/Quarch*, WM 2018, S. 1481, 1483; Europäische Kommission, COM(2018) 113 final, S. 3; näher Europäische Kommission, SWD(2018) 56 final, S. 29.

⁷ Europäische Kommission, Identifying market and regulatory obstacles to cross-border development of crowdfunding in the EU, Final report, S. 36 f.

⁸ *Chervyakov/Rocholl*, Bruegel Policy Contribution 2019, S. 1, 8 f.; *Zetsche/Preiner*, EBOR 2018, S. 217, 240.

⁹ Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937 (Text von Bedeutung für den EWR), Amtsblatt der Europäischen Union, L 347 vom 20. 10. 2020, 1–49.

¹⁰ Erwägungsgründe 7, 8 ECSP-VO.

leistung erhalten. Neue Regulierungsvorschriften haben das Potenzial für eine grundlegende Veränderung des Marktes. Die vorgenommenen Dienstleistungen einer Crowdfunding-Plattform und die angebotenen Gegenstände der Finanzierung werden in aller Regel durch die regulatorischen Voraussetzungen bedingt. Werden an bestimmte Anlageformen organisatorisch und wirtschaftlich hohe Regulierungsanforderungen gestellt, bewirken derartige Rahmenbedingungen nicht selten eine Abkehr von diesen und die Fokussierung auf solche Anlageformen, bei denen die Regulierungsvoraussetzungen mit einem ökonomischen vertretbaren Aufwand umgesetzt werden können. Vor diesem Hintergrund ist es entscheidend den Anwendungsbereich der Verordnung in Bezug auf den deutschen Crowdfunding-Markt zu bestimmen: Werden die bisherigen in Deutschland verwendeten Anlageformen weiterhin anwendbar sein? Welcher Regulierung werden sie unterliegen? Werden Anlageformen und Geschäftsmodelle umsetzbar sein, die bisher aufgrund der deutschen regulatorischen Rahmenbedingungen nicht umgesetzt werden konnten?

Die Relevanz dieser Bestimmung wird durch die Systematik der Verordnung noch einmal verstärkt. Kernprinzip der verabschiedeten Fassung der ECSP-Verordnung ist eine zwingende Anwendung der Regelungen der Verordnung in Kombination mit einem begrenzten Anwendungsbereich. Sofern dieser eröffnet ist, müssen Crowdfunding-Plattformen zwingend eine Zulassung nach der europäischen Verordnung einholen, auch wenn sie ihre Dienstleistung lediglich auf dem nationalen Markt erbringen.¹¹ Jegliche Dienstleistungen, die nicht in den Anwendungsbereich der Verordnung fallen, unterliegen jedoch weiterhin der individuellen nationalen Regulierung. Dieser nicht umfassende Regelungsansatz führt dazu, dass der Bestimmung des Anwendungsbereichs der Verordnung eine besondere Relevanz zukommt, da sich danach entscheidet, welche Vorschriften von den Crowdfunding-Plattformen zu beachten sind.

Weiterhin bringt auch das Instrument der „Verordnung“ eine besondere Relevanz der Auslegung mit sich: Die Verordnung gilt einheitlich in der Europäischen Union und muss nicht durch die Mitgliedstaaten individuell umgesetzt werden. Zwar begünstigt dies die Einheitlichkeit der anwendbaren Regelungen, jedoch wird im Hinblick auf die Verschränkung des europäischen und des nationalen Rechts auch ein zusätzlicher Auslegungsbedarf begründet.¹² Der Anwendungsbereich der Verordnung ist nur in Teilen abschließend bestimmt. Es ist beispielsweise ausdrücklich festgelegt, dass Schwarmfinanzierungen mit einem Gesamtvolumen von bis zu fünf Millionen Euro unter die Verordnung fallen.¹³ Dagegen konnte in der Verordnung im Hinblick auf die Geschäftsmodelle und Anlageformen keine derartig eindeutige Regelung getroffen werden. Aus dem Regelungssystem des Rechts der Europäischen Union ergibt sich, dass sich die rechtlichen Bedingungen der konkreten Geschäftsmodelle beziehungsweise Anlageformen nach dem nationalen

¹¹ Art. 1 Abs. 1 ECSP-VO.

¹² Dazu Rennig, ZBB 2020, S. 385, 386.

¹³ Art. 1 Abs. 2 lit. c) ECSP-VO.