

# Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einleitung</b>	17
I. Hintergrund	17
II. Gang der Untersuchung	19
<b>B. Crowdfunding</b>	21
I. Crowdfunding und Crowdfunding	21
1. Historische Entwicklung des Crowdfundingkonzepts	21
a.) Historische Vorläufer am Beispiel der USA	21
b.) Begriffsschöpfung	24
c.) Bedeutung des Internets	24
2. Begriffsbestimmung	25
a.) Donation-based Crowdfunding	26
b.) Reward-based Crowdfunding	26
c.) Pre-purchase Crowdfunding	27
d.) Crowdlending	27
e.) Crowdfunding	28
aa.) Abgrenzung von Fremd- und Eigenkapital	29
bb.) Mezzanine-Kapital	29
cc.) Schlussfolgerung für den Begriff des Crowdfunding	30
f.) Bündelung durch Plattformen	31
g.) Konklusion	32
II. Der ökonomische Nutzen von Crowdfunding	32
1. „Early Stage Gap“ und Crowdfinanzierung	33
2. Zwischenfinanzierungsphasen	34
3. Marketingeffekt	34
III. Folgerungen für den Untersuchungsgegenstand	35

<b>C. Das Kleinanlegerschutzgesetz (KASG)</b> .....	37
I. Gesetzliche Neuregelungen durch das KASG .....	37
1. Vermögensanlagen nach dem VermAnlG .....	38
a.) Anteil an Investmentvermögen i.S.d. KAGB.....	39
b.) Einlagengeschäft i.S.d. § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG .....	40
c.) Ausnahmen der Anwendbarkeit .....	40
d.) Auswertung .....	42
2. Entwicklung der Regulierung des Grauen Kapitalmarktes .....	42
a.) Investmentvermögen .....	42
b.) Entwicklung des Grauen Kapitalmarktes .....	43
II. Zusammenführung .....	45
<b>D. Rechtliche Beziehungen im Crowdfunding</b> .....	49
I. Die rechtliche Beziehung von Anleger und Kapitalnehmer .....	49
1. Crowdfunding auf Grundlage modifizierter Darlehensverträge .....	50
a.) Grundlage Darlehensvertrag.....	51
aa.) Vertragsschluss.....	51
bb.) Pflichten des Darlehensgebers .....	52
cc.) Rückzahlung der Darlehensvaluta.....	52
b.) Ausgestaltung der Gegenleistung .....	53
aa.) Partiarisches Darlehen (Beteiligungsdarlehen) .....	53
bb.) Nachrangdarlehen .....	55
(1) Ausgestaltung und Folgen in der Insolvenz .....	55
(2) Die Rangrücktrittsvereinbarung als AGB.....	56
(a) Wirksame Einbeziehung .....	57
(b) Kontrollfähigkeit, § 307 Abs. 3 BGB.....	57
(c) Wirksamkeit nach §§ 307 Abs. 1 S. 1, S. 2 BGB .....	59
(3) Gegenleistung und „equity kicker“ .....	61
cc.) Partiarisches Nachrangdarlehen.....	62
c.) Spezifische Risiken für Crowdfunding .....	62
2. Stille Gesellschaft .....	63

a.) Kennzeichen der stillen Gesellschaft.....	63
b.) Voraussetzungen der Gründung.....	65
c.) Rechte des stillen Gesellschafters.....	66
d.) Besonderheiten und Vorteile für das Crowdfunding.....	67
3. Genussrechte .....	68
a.) Rechtsnatur des Genussrechts .....	68
b.) Abschluss des Genussrechtsvertrages .....	70
c.) Mögliche vertragliche Ausgestaltungen .....	71
d.) AGB-Kontrolle, §§ 305 ff. BGB .....	73
e.) Besonderheiten für Crowdfunding .....	74
4. Risikobewertung der rechtlichen Ausgestaltungsformen .....	74
II. Die Rolle der Crowdfunding-Plattform.....	75
1. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Tätigkeit.....	76
a.) Finanzdienstleistungsinstitut gem. § 1 Abs. 1a KWG .....	76
b.) Zahlungsdienstleister gem. § 1 Abs. 2 ZAG .....	77
c.) Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. § 2 Abs. 4 WpHG.....	78
d.) Finanzanlagenvermittler gem. § 34f GewO.....	78
aa.) Voraussetzungen der Erlaubniserteilung.....	79
(1) Zuverlässigkeit .....	79
(2) Geordnete Vermögensverhältnisse.....	79
(3) Berufshaftpflichtversicherung.....	80
(4) Sachkunde .....	80
(5) Erlaubnisbefreiung, § 34f Abs. 3 GewO .....	81
bb.) Pflichten aus § 34f GewO .....	81
(1) Sachkunde angestellter Vermittler, § 34f Abs. 4 GewO.....	81
(2) Eintragung ins Vermittlerregister .....	81
(3) § 34g GewO i.V.m. FinVermV .....	82
e.) Folgen der Regelungen für den Anlegerschutz.....	83
2. Rechtliche Beziehung zum Anleger.....	84
a.) Begriff der Anlagevermittlung.....	84
b.) Qualifikation der Tätigkeit der Crowdfunding-Plattformen.....	85
c.) Pflichten des Anlagevermittlers.....	87

III. Gesamtschau der rechtlichen Beziehungen außerhalb der Emission .....	89
--	----

## **E. Rechtlicher Rahmen der Crowdfunding-Emission .....91**

I. Ablauf einer Crowdfunding-Emission .....	91
1. Bewerbungs- und Auswahlphase .....	92
2. Finanzierungsphase .....	93
3. Abwicklungsphase .....	93
II. Rechtlicher Rahmen für eine Emission nach dem VermAnlG .....	94
1. Normadressaten .....	94
2. Mindestlaufzeit, § 5a VermAnlG .....	95
3. Nachschusspflicht, § 5b VermAnlG .....	96
4. Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts, § 6 VermAnlG .....	98
a.) Inhalt .....	98
aa.) § 7 Abs. 1 VermAnlG .....	98
bb.) § 7 Abs. 2 VermAnlG .....	100
cc.) § 7 Abs. 2a VermAnlG .....	100
dd.) § 7 Abs. 3 VermAnlG .....	100
b.) Gültigkeitsdauer, § 8a VermAnlG .....	103
c.) Prospektbezogene Regelungen .....	103
d.) Auswirkungen für den Anleger .....	104
5. Nachtragspflicht, § 11 VermAnlG .....	105
6. Veröffentlichung eines Vermögensanlagen-Informationsblattes, § 13 VermAnlG .....	107
a.) Begriff und Funktion .....	107
b.) Normadressat .....	108
c.) Inhalt .....	108
aa.) Formale Anforderungen .....	109
bb.) Materielle Anforderungen .....	110
d.) Nachtragspflicht .....	111
e.) Ordnungswidrigkeit nach § 29 VermAnlG .....	111
7. Informationspflichten, § 15 VermAnlG .....	112

8. Veröffentlichungspflichten nach § 11a VermAnlG .....	114
9. Rechnungslegung, §§ 23, 24 VermAnlG.....	116
10. Werbebeschränkungen, § 12 VermAnlG .....	117
III. Besondere Ausnahmeregelungen für Schwarmfinanzierung,	
§ 2a VermAnlG .....	119
1. Normadressaten in der Crowdfunding-Emission .....	119
2. Fehlende Prospektpflicht .....	120
3. Eingeschränkte Pflichten gegenüber der BaFin .....	121
4. Besonderheiten bzgl. der Jahresberichte .....	121
5. Mindestlaufzeit.....	122
6. Vermögensanlagen-Informationsblatt, § 13 VermAnlG .....	122
7. Widerrufsrecht, § 2d VermAnlG.....	123
IV. Ausgestaltung und Voraussetzungen der Ausnahmeregelung,	
§ 2a VermAnlG .....	124
1. Privilegierte Formen von Vermögensanlagen .....	125
a.) Die Abgrenzung von partiarischem Darlehen zu stiller Beteiligung.....	125
b.) Die Abgrenzung von partiarischem Darlehen und Genussrecht.....	128
c.) Vermögensanlagen i.S.v. § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG .....	129
d.) Partiarische Nachrangdarlehen.....	130
2. Volumengrenze der gesamten Emission .....	130
3. Vermittlung über Internet-Dienstleistungsplattform.....	133
a.) Erlaubnispflicht.....	134
b.) Anlageberatung/-vermittlung .....	134
c.) Prüfungspflicht der Einzelinvestitionsgrenze .....	134
4. Ausnahme der Privilegierung nach § 2a Abs. 4 VermAnlG.....	135
5. Zeichnungsgrenze der Einzelinvestition.....	136
a.) Unbestimmtheit der Norm.....	137
b.) Zeitliche Reichweite .....	138
c.) Rechtliche Folgen der Überschreitung.....	139
V. Aufsicht durch die BaFin über Emissionen nach dem VermAnlG .....	142

1. Gesetzlicher Anknüpfungspunkt .....	142
2. Spezifische Rechte und Pflichten nach VermAnlG.....	143
3. Produktintervention nach WpHG .....	146
4. Besonderheiten bzgl. Crowdfunding .....	147
a.) Entfallende Pflichten nach dem VermAnlG.....	148
b.) Rechtliche Folgen.....	148
VI. Zusammenführung .....	149

## **F. Haftungsfragen des Crowdfunding .....** 153

I. Verhältnis von Anleger zu anbietendem Emittenten .....	154
1. Spezialgesetzliche Prospekthaftung nach §§ 20, 21 VermAnlG .....	154
2. Spezialgesetzliche Haftung nach § 22 VermAnlG.....	156
a.) Fehlerhafte Angaben .....	156
b.) Kausalität .....	157
c.) Verschuldensmaßstab .....	157
d.) Ausschlussmöglichkeit.....	158
e.) „Fehlendes“ Vermögensanlagen-Informationenblatt .....	158
f.) Rechtsfolge.....	158
g.) Verjährung des Anspruchs .....	160
3. Allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung.....	160
a.) Die Prospekthaftung im engeren Sinne .....	160
aa.) Verantwortlichkeit für den Prospekt.....	161
bb.) Prospektbegriff.....	163
cc.) Mangel des Prospekts.....	165
dd.) Kausalität .....	166
ee.) Verschulden der Verantwortlichen.....	167
b.) Die Prospekthaftung im weiteren Sinne .....	167
c.) Anwendungsverhältnis zur spezialgesetzlichen Prospekthaftung.....	169
aa.) Anwendbarkeit der Prospekthaftung im engeren Sinne.....	169
bb.) Auswirkungen des § 2a VermAnlG .....	171
cc.) Anwendbarkeit der Prospekthaftung im weiteren Sinne.....	174

d.) Die Prospekthaftung im weiteren Sinne in der Crowdfunding-Emission .....	174
e.) Haftung der emittierenden und anbietenden Gesellschaft .....	178
4. Deliktsrechtliche Haftung.....	179
a.) Deliktsrechtliche Haftung und § 2a VermAnlG.....	179
b.) Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 264a StGB .....	180
aa.) Tatbestandliche Anknüpfungen.....	180
bb.) Crowdfunding nach § 2a VermAnlG .....	181
cc.) Schlussfolgerung.....	182
c.) Gleichlauf .....	183
II. Ansprüche gegen die Crowdfunding-Plattform .....	183
1. Haftung nach § 22 VermAnlG.....	183
2. Haftung aus Anlagevermittlerverhältnis.....	184
a.) Haftungsvoraussetzungen .....	185
b.) Haftungsausschluss durch AGB.....	187
3. Die Prospekthaftung im weiteren Sinne .....	188
4. Deliktsrechtliche Haftung.....	192
III. Ansprüche gegen die BaFin .....	192
IV. Gesamtbetrachtung der haftungsrechtlichen Situation .....	193
1. Gegenüber dem anbietenden Emittenten.....	193
2. Gegenüber der intermediären Plattform .....	194
3. Gegenüber der BaFin .....	194
4. Haftungsrechtliche Auswirkungen des § 2a VermAnlG.....	194

## **G. Anlegerschutz im Crowdfunding nach § 2a VermAnlG .....197**

I. Bestehende Regulierung.....	197
II. Grundlagen der Privilegierung von Crowdfunding .....	198
1. Informationsdefizit .....	199
a.) Interaktion mit der Crowd .....	199
b.) „Wisdom of Crowds“ .....	201
c.) Die Rolle der Crowd in der Emission nach § 2a VermAnlG .....	202

aa.) Kollektive Entscheidung .....	202
bb.) Unabhängigkeit des Einzelnen .....	203
cc.) Heterogenität .....	204
dd.) Dezentralisierte Gruppe .....	204
ee.) Qualität der Bewertung .....	205
d.) Vergleich zu den Auswirkungen der §§ 6, 7 VermAnlG .....	206
e.) Information Overload .....	208
f.) Konklusion .....	209
2. Informationssicherheit .....	210
3. Wirtschaftliche Risiken von Schwarmfinanzierung .....	212
a.) Crowdfunding als Finanzierungskanal .....	213
aa.) Informationskosten .....	214
bb.) Agency-Kosten .....	215
cc.) Suchkosten .....	216
dd.) Schlussfolgerung .....	216
b.) Intention des Gesetzgebers .....	217
aa.) Regulierung von Investmentvermögen .....	217
bb.) Regulierung von Vermögensanlagen .....	218
cc.) Crowdfunding und Publizität .....	219
c.) Abmilderung der Risiken durch die konkrete Umsetzung .....	219
d.) Emotionale Verbundenheit des Anlegers .....	220
f.) Risikobewertung der ökonomischen Aspekte .....	221
III. Einordnung der Privilegierung von Crowdfunding .....	222
IV. Reichweite der Privilegierung .....	223
1. Beschränkung auf bestimmte Vermögensanlagen .....	223
a.) Abgrenzungsproblematik und rechtliche Folgen .....	224
b.) Beschränkung der Weisheit der Crowd .....	228
2. Grenzwerte .....	229
a.) Gesamtemissionsvolumen .....	229
b.) Zeichnungsgrenze der Einzelanlage gem. § 2a Abs. 3 VermAnlG .....	230
c.) Adressatenkreis der Einzelzeichnungsgrenze .....	232



3. Fehlende Regulierung der Plattformen.....	235
4. § 2d VermAnlG als willkürliches Widerrufsrecht.....	237
5. Zusammenfassende Betrachtung.....	239
V. Schlussfolgerung für Crowdfunding nach § 2a VermAnlG .....	241
<b>H. Zusammenfassung in Thesen.....</b>	<b>245</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis.....</b>	<b>249</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>251</b>