

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. Kapitel: Einleitung</b> .....	1
1. Abschnitt: Anlass der Arbeit .....	3
2. Abschnitt: Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands .....	3
3. Abschnitt: Ziel der Arbeit .....	4
4. Abschnitt: Aufbau der Arbeit .....	4
<b>2. Kapitel: Vorbemerkungen und Bestandsaufnahme</b> .....	7
1. Abschnitt: Begrifflichkeiten und Abgrenzungen .....	7
A. Der Begriff des Crowdfundings .....	7
I. Erforderlichkeit des Internetbezugs .....	8
II. Die Herkunft des Begriffs <i>Crowdfunding</i> : Das <i>Crowdsourcing</i> .....	10
III. Der Begriff der <i>crowd</i> und des <i>Schwärms</i> .....	11
B. Arten des Crowdfundings .....	12
I. Donation-based Crowdfunding .....	13
1. Gegenstand .....	13
2. Rechtliche Ausgestaltung .....	13
II. Reward-based Crowdfunding .....	14
1. Gegenstand .....	14
2. Rechtliche Ausgestaltung .....	15
III. Crowdclending .....	15
IV. Crowdinvesting .....	16
V. Sonstige Formen des Crowdfundings .....	18
1. Equity Crowdfunding .....	19
2. Royalty Crowdfunding .....	20
C. Die Beteiligten .....	20
I. Der Emittent oder Initiator .....	21
II. Die Plattform oder der Intermediär .....	21
1. Art der Finanzierung .....	22
a) <i>Threshold-pledge</i> oder <i>All-or-nothing</i> .....	22
b) <i>Keep-what-you-raised</i> .....	22
2. Begriff der Plattform .....	23

III. Die Anleger, Unterstützer oder Spender . . . . .	23
D. Das Kapitalmarktrecht . . . . .	23
I. Definition . . . . .	24
1. Der Kapitalmarkt . . . . .	24
2. Das Kapitalmarktrecht . . . . .	25
II. Regelungsziele . . . . .	26
1. Der Funktionsschutz des Kapitalmarktes . . . . .	26
a) Die operationale Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes . . . . .	26
b) Die allokativen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes . . . . .	27
c) Die institutionelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes . . . . .	27
2. Der Schutz der Anleger . . . . .	27
a) Institutioneller Anlegerschutz . . . . .	28
b) Individueller Anlegerschutz . . . . .	29
III. Zusammenfassung . . . . .	29
E. Regulierung . . . . .	30
I. Allgemein: Regulierung . . . . .	30
II. Spezieller: Regulierung im Kapitalmarkt . . . . .	31
2. Abschnitt: Europarechtlicher Einfluss auf das Crowdfunding nach deutschem Recht . . . . .	33
3. Abschnitt: Die Einordnung des Crowdfundings im deutschen Kapitalmarktrecht . . . . .	35
A. Grundsätzliches . . . . .	36
B. Qualifizierung als Vermögensanlage im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG . . . . .	36
C. Öffentliches Angebot im Inland . . . . .	37
I. Öffentliches Angebot . . . . .	38
II. Im Inland . . . . .	38
III. Internetbezug . . . . .	39
1. Spezifika beim Crowdfunding . . . . .	39
2. Zwischenergebnis . . . . .	42
3. Sprachregelung . . . . .	42
D. Verbot der Nachschusspflicht gemäß § 5b VermAnlG . . . . .	43
E. Ausnahmen gemäß § 2 Abs. 1 VermAnlG . . . . .	44
F. Befreiungen für Schwarmfinanzierungen – § 2a VermAnlG . . . . .	48
I. Allgemeine Voraussetzungen . . . . .	49
1. Vermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform . . . . .	49
2. Maximales Emissionsvolumen . . . . .	51
a) Vermögensanlagen von <i>dem</i> Anbieter . . . . .	51
b) Reichweite sämtlicher Vermögensanlagen . . . . .	52
II. Privilegierte Vermögensanlagen . . . . .	52
1. Typische Anlageformen beim Crowdinvesting . . . . .	55
2. Typische Anlageformen beim Crowdloaning . . . . .	57
a) Echtes Peer to Peer Lending . . . . .	58
aa) Echtes Peer to Peer Lending mittels „klassischer“ Darlehen . . . . .	58

bb) Echtes Peer to Peer Lending mittels qualifiziert nachrangiger Darlehen . . . . .	59
b) Unechtes Peer to Peer Lending . . . . .	61
aa) Darlehensvertrag zwischen Kreditinstitut und Darlehensnehmer . . . . .	62
bb) Der Forderungsverkauf . . . . .	63
(1) Forderungsverkauf an die Anleger durch die Bank . . . . .	63
(2) Forderungsverkauf unter vorheriger Abtretung an einen Intermediär oder die Plattform . . . . .	64
(3) Die Umqualifizierung des Darlehens in eine Vermögensanlage . . . . .	65
4. Abschnitt: Der Gesetzgebungsprozess deutscher Crowdfunding- Vorschriften . . . . .	67
A. Entstehung des Kleinanlegerschutzgesetzes . . . . .	67
B. Die Regulierung der Plattformen im Gesetzgebungsprozess . . . . .	69
I. Aufsicht . . . . .	69
II. Spezielle Regulierung . . . . .	69
III. Zwischenfazit . . . . .	71
C. Erste Evaluierung . . . . .	71
D. Zweite Evaluierung . . . . .	74
E. Zwischenfazit . . . . .	77
5. Abschnitt: Rechtstatsächliche Untersuchung der am deutschen Markt tätigen Crowdfunding-Plattformen . . . . .	78
A. Rechtstatsächliche Untersuchung . . . . .	78
I. Crowdinvesting-Plattformen . . . . .	78
1. Betreiber . . . . .	78
2. Lizzenzen . . . . .	79
3. Anlageformen . . . . .	80
4. Sicherheiten . . . . .	82
5. Präsentation der Projekte . . . . .	83
6. Registrierungserfordernis . . . . .	84
7. Risikoklassen/Rating . . . . .	84
8. AGB . . . . .	85
9. Zahlungsabwicklung . . . . .	85
10. Sekundärmarkt und Handelbarkeit der Anteile, Vorkehrung für die Insolvenz der Plattform . . . . .	86
11. Kosten und Gebühren der Plattformen . . . . .	87
12. Eigene Einordnung der Plattformen . . . . .	88
13. Informationen für Anleger und kapitalsuchende Unternehmen . . . . .	90
14. Verhaltenskodex . . . . .	91
15. Art und Weise der Selbstauskunft . . . . .	91
II. Crowd lending-Plattformen . . . . .	91
1. Betreiber . . . . .	92

2. Lizenzen . . . . .	92
3. Darlehensbedingungen . . . . .	92
4. Kreditnehmer . . . . .	94
5. Anleger . . . . .	94
6. Risikoklassen/Rating . . . . .	96
7. Aufbereitung der Kreditgesuche . . . . .	96
8. Registrierungserfordernis . . . . .	97
9. Sicherheiten . . . . .	97
10. Forderungsverwaltung . . . . .	98
11. Abtretbarkeit der Anteile, Vorkehrung für die Insolvenz der Plattform . . . . .	98
12. Kosten und Gebühren der Plattformen . . . . .	98
13. Eigene Einordnung der Plattformen . . . . .	99
14. Informationen für Anleger und Kreditsuchenden . . . . .	100
<b>B. Weiterer Fortgang . . . . .</b>	<b>100</b>
<b>3. Kapitel: Rechtliche Qualifizierung der Plattformen und ihrer Tätigkeiten und vertragliche Beziehungen . . . . .</b>	<b>103</b>
<b>1. Abschnitt: (Quasi-)Vertragliche Beziehungen zwischen der Plattform und den Anlegern beziehungsweise Initiatoren . . . . .</b>	<b>103</b>
A. Plattformnutzungsvertrag . . . . .	104
B. Ausschluss durch AGB oder Disclaimer . . . . .	105
C. Das sonstige Leistungsangebot der Plattformen . . . . .	105
I. Vertragliche Beziehung zwischen Plattform und Initiator . . . . .	105
1. Maklervertrag gemäß §§ 652 ff. BGB . . . . .	106
a) Zu erfüllende Tätigkeit . . . . .	106
aa) Vermittlung als Vertragsgegenstand . . . . .	106
bb) Nachweis als Vertragsgegenstand . . . . .	107
cc) Von den Plattformen ausgeübte Tätigkeit . . . . .	108
(1) Die Plattform als Vermittlungsmakler . . . . .	109
(2) Die Plattform als Nachweismakler . . . . .	111
b) Provisionsanspruch . . . . .	112
c) Zwischenergebnis . . . . .	112
2. Pflicht zum Tätigwerden . . . . .	113
3. Zwischenergebnis . . . . .	116
II. Das Verhältnis zwischen Plattform und Anleger . . . . .	116
1. Grundsätzlich: Abgrenzung zwischen Anlageberatung und -vermittlung . . . . .	117
2. Konkret: Die Tätigkeit der Plattformen . . . . .	119
3. Folgen der Tätigkeit als zivilrechtlicher Anlagenvermittler . . . . .	120
a) Auskunftsvertrag . . . . .	122
b) Kritik an der Konstruktion des Auskunftsvertrages in Bezug auf die Crowdfunding-Plattformen . . . . .	124
c) Quasivertragliche Haftung des Anlagenvermittlers . . . . .	127
aa) Besonderes persönliches Vertrauen . . . . .	127

(1) Abstrakt: Voraussetzungen . . . . .	128
(2) Konkret: Anwendung auf die Crowdfunding- Plattformen . . . . .	128
bb) Wirtschaftliches Interesse am Vertragsschluss . . . . .	129
(1) Abstrakt: Voraussetzungen . . . . .	129
(2) Konkret: Anwendung auf die Crowdfunding- Plattformen . . . . .	129
cc) Zwischenergebnis . . . . .	130
d) Modifizierung obiger Ausführung aufgrund des Alleinauftragscharakters? . . . . .	131
e) Anwendung auf die Crowdfunding-Plattform . . . . .	131
f) Qualifizierung als Handelsmakler . . . . .	132
aa) Folgen der Einordnung als Handelsmakler . . . . .	132
(1) Provisionsanspruch . . . . .	132
(2) Haftung gegenüber beiden Parteien . . . . .	133
bb) Vorliegen der Voraussetzungen bei den Crowdfunding- Plattformen . . . . .	135
(1) Vermittlungstätigkeit . . . . .	135
(2) Gewerbsmäßigkeit . . . . .	136
(3) Keine ständige vertragliche Betrauung . . . . .	136
(4) Verträge über Güter des Handelsverkehrs . . . . .	136
(5) Teleologische Reduktion des § 93 HGB . . . . .	140
(6) Kein generelles oder typisiertes Vertrauen in Vermittler des Grauen Kapitalmarktes . . . . .	143
(7) Sonstiger Ausschluss des § 98 HGB . . . . .	144
cc) Von den Plattformen zu beachtende Pflichten bei der Einordnung als Handelsmakler . . . . .	147
dd) Verzicht auf den Herausgabeanspruch . . . . .	148
4. Zwischenergebnis . . . . .	149
2. Abschnitt: Aufsichtsrechtliche Qualifizierung der Plattformen . . . . .	149
A. Anlagevermittlung gemäß § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 4 WpHG . . . . .	149
I. Vermittlungstätigkeit . . . . .	150
II. Vermittlung von <i>Finanzinstrumenten</i> im Sinne des § 2 Abs. 4 WpHG . . . . .	150
III. Zwischenergebnis . . . . .	153
B. Anlageberatung gemäß § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 10 WpHG . . . . .	153
3. Abschnitt: Einordnung der sonstigen Tätigkeiten einiger Plattformen . . . . .	154
A. Als Handelsplattform . . . . .	154
I. Systematische Internalisierung gemäß § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 2 lit. b WpHG . . . . .	154
II. Betrieb eines multilateralen Handelssystems gemäß § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 8 WpHG . . . . .	154
III. Betrieb eines organisierten Handelssystems gemäß § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 9 WpHG . . . . .	155
IV. Betrieb eines Bulletin Boards . . . . .	155

V.	Zwischenergebnis . . . . .	157
B.	Anlegerunterstützende Funktionen . . . . .	157
	I. Unterstützung bei der Anlageentscheidung . . . . .	157
	1. Finanzportfolioverwaltung gemäß § 2 Abs. 8 Nr. 7 WpHG . . . . .	158
	2. Anlagestrategieempfehlung und Anlageempfehlung gemäß § 2 Abs. 9 Nr. 5 Var. 1, 2 WpHG . . . . .	159
	3. Anlageberatung gemäß § 2 Abs. 8 Nr. 10 WpHG . . . . .	161
	a) Anwendbarkeit des Tatbestands auch auf Vermögensanlagen . . . . .	161
	b) Der Versand von Newslettern . . . . .	162
	c) <i>Gebots-Assistent</i> und <i>Portfolio Builder</i> . . . . .	163
	d) Zwischenergebnis . . . . .	165
	4. Abschlussvermittlung . . . . .	165
	a) Aufsichtsrechtliche Abgrenzung zwischen Abschluss- und Anlagevermittlung . . . . .	165
	b) Zivilrechtliche Abgrenzung zwischen Stellvertretung und Botenschaft . . . . .	165
	aa) Weiterleitung einer eigenen Willenserklärung des Anlegers in Bezug auf einen (bestimmten) Forderungserwerb . . . . .	166
	bb) Spielraum des Boten? . . . . .	166
	cc) Einheitliches Geschäft mit dem kooperierenden Kreditinstitut? . . . . .	167
	(1) Plattform als Dritter im Sinne des § 317 Abs. 1 BGB . . . . .	168
	(2) Bestehen eines Leistungsbestimmungsrechts gemäß § 317 Abs. 1 BGB . . . . .	169
	(3) Vorliegen eines einheitlichen Geschäfts? . . . . .	170
	(4) Zwischenergebnis . . . . .	171
	dd) Auftritt des Vermittlers . . . . .	171
	ee) Zwischenergebnis . . . . .	172
	c) Zwischenergebnis . . . . .	173
	d) Zivilrechtliche Einordnung der Abschlussvermittlung . . . . .	173
	II. Bewertung der Kreditgesuche . . . . .	173
C.	Keine Annahme von Geldern der Anleger . . . . .	174
	I. Voraussetzung für die Bereichsausnahme gemäß § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 lit. e KWG . . . . .	174
	II. Kein erlaubnispflichtiges Finanztransfertgeschäftsgeschäft gemäß § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 ZAG . . . . .	174
D.	Factoring gemäß § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 9 KWG . . . . .	176
4.	Abschnitt: Sonstige Einordnung der Plattformen . . . . .	177
	A. Weitere Einordnung der Plattformen . . . . .	177
	I. Tatsächliche Bezeichnung . . . . .	178
	1. Disintermediation . . . . .	178
	a) Aufgaben von Finanzintermediären . . . . .	179

aa) Transformationsfunktionen . . . . .	179
(1) Informationsbedarfstransformation . . . . .	180
(2) Losgrößentransformation . . . . .	180
(3) Fristentransformation . . . . .	180
(4) Risikotransformation . . . . .	181
bb) Weitere Aufgaben . . . . .	181
b) Finanzintermediäre im engeren und im weiteren Sinne . . . . .	181
c) Aufgaben der Plattformen . . . . .	182
aa) Transformationsfunktionen . . . . .	182
(1) Informationsbedarfstransformation . . . . .	182
(2) Losgrößentransformation . . . . .	183
(3) Fristentransformation . . . . .	183
(4) Risikotransformation . . . . .	183
bb) Weitere Aufgaben . . . . .	184
d) Zwischenergebnis . . . . .	184
e) Folgerungen . . . . .	185
2. <i>Gatekeeper</i> . . . . .	186
a) Aufgaben und Eigenschaften von <i>Gatekeepern</i> im Kapitalmarktrecht . . . . .	186
b) Vorliegen der Gatekeeperkriterien bei den Plattformen beim Crowdfunding? . . . . .	186
aa) Unabdingbarkeit der Plattform für die Emission . . . . .	187
bb) Reputation . . . . .	187
cc) Unabhängigkeit . . . . .	188
c) Zwischenergebnis . . . . .	189
II. Zwischenergebnis . . . . .	189
B. Als Anbieter . . . . .	189
I. Abstrakt: Einordnung als Anbieter . . . . .	190
1. Meinungsstand . . . . .	190
2. Anbieter im Sinne des VermAnlG . . . . .	193
3. Kriterien zur Anbieterbestimmung . . . . .	194
a) Die Zwei-Elemente-Lehre . . . . .	195
aa) Der Außenauftritt . . . . .	195
bb) Die Verantwortlichkeit . . . . .	196
cc) Zwischenergebnis . . . . .	197
b) Tatsächliche Umstände, die grundsätzlich für eine Anbieterstellung sprechen . . . . .	197
aa) Eigen- oder Fremdemission . . . . .	198
bb) Sonstige Umstände . . . . .	199
cc) Anlegerschutz . . . . .	199
II. Konkret: Die Plattformen beim Crowdfunding . . . . .	200
1. Der Außenauftritt . . . . .	200
2. Die Verantwortlichkeit . . . . .	201

3. Vorliegen von tatsächlichen Umständen bei den Plattformen, die für eine Anbieterstellung sprechen . . . . .	202
a) Fremdemission . . . . .	202
b) Sonstige Umstände . . . . .	202
c) Anlegerschutz . . . . .	203
4. Zwischenergebnis . . . . .	204
III. Folgen, die sich aus der Anbieterstellung ergeben . . . . .	204
1. Vorschriften im Hinblick auf das Verhältnis zur <i>BaFin</i> . . . . .	204
2. Vorschriften, die das Verhältnis zwischen Anleger und Anbieter betreffen . . . . .	205
a) Widerrufsrecht . . . . .	205
b) Prospekt . . . . .	205
aa) Allgemeines . . . . .	206
bb) Unbewusste Prospektflicht gemäß §§ 6 ff. VermAnlG . . . . .	206
(1) Problemaufriss . . . . .	206
(2) Verschuldensabhängige Haftung? . . . . .	206
(3) Zwischenergebnis . . . . .	213
cc) Anwendbarkeit der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung . . . . .	213
(1) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren und im weiteren Sinne . . . . .	213
(2) Anwendbarkeit der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung neben der spezialgesetzlichen Prospekthaftung? . . . . .	214
(3) Prospekthaftung für Informationen auf Webseiten? . . . . .	214
c) Vermögensanlagen-Informationsblatt . . . . .	223
aa) Haftung gemäß § 22 Abs. 1 VermAnlG . . . . .	224
(1) Unrichtiges oder mit dem Prospekt nicht zu vereinbarendes Vermögensanlagen- Informationsblatt . . . . .	224
(2) Irreführende Angaben und wesentliche Informationen . . . . .	224
(3) Zwischenergebnis . . . . .	225
bb) Haftung gemäß § 22 Abs. 4a VermAnlG . . . . .	225
d) Rechtsfolge der Prospekthaftung und Haftung für ein fehlerhaftes Vermögensanlagen-Informationsblatt . . . . .	226
e) Werbung . . . . .	226
aa) Begriff der Werbung . . . . .	227
bb) Systematik . . . . .	228
cc) Haftungsansprüche für Werbung für bestimmte Vermögensanlagen . . . . .	228
dd) Werbung in Bezug auf die Plattformen . . . . .	229

<b>4. Kapitel: Die Regulierung der <i>Internet-Dienstleistungsplattform</i></b> . . . . .	233
1. Abschnitt: Die Vorgaben des § 2a Abs. 3 VermAnlG . . . . .	233
A. Die einzelnen Vorschriften . . . . .	234
I. Für die Erlaubniserteilung zuständige Behörde . . . . .	235
1. Für Institute im Sinne des KWG . . . . .	235
2. Für den Darlehensvermittler . . . . .	236
3. Für den Finanzanlagenvermittler . . . . .	236
II. Kapitalanforderungen . . . . .	238
1. Für Institute im Sinne des KWG . . . . .	238
a) Ausreichendes Anfangskapital . . . . .	238
b) (Keine sonstigen) Eigenmittelanforderungen . . . . .	239
2. Für Darlehensvermittler . . . . .	239
3. Für Finanzanlagenvermittler . . . . .	240
III. Anforderungen an die Beteiligten . . . . .	241
1. Für Institute im Sinne des KWG . . . . .	241
a) Geschäftsleiter . . . . .	241
aa) Zuverlässigkeit . . . . .	241
bb) Fachliche Eignung . . . . .	242
cc) Zeitliche Verfügbarkeit . . . . .	242
b) Antragsteller und Inhaber . . . . .	243
2. Beim Darlehensvermittler . . . . .	243
a) Unzuverlässigkeit . . . . .	243
b) Ungeordnete Vermögensverhältnisse . . . . .	245
c) Kein Versagensgrund: Sachkundenachweis . . . . .	246
3. Beim Finanzanlagenvermittler . . . . .	247
IV. Organisatorische Vorkehrungen . . . . .	248
1. Für Institute im Sinne des KWG . . . . .	248
a) Einzuhaltende Vorgaben . . . . .	248
b) Wirksames Risikomanagement . . . . .	249
aa) Proportionalitätsprinzip . . . . .	249
bb) Wesentliche Risiken . . . . .	250
c) Weitere Bestandteile einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation . . . . .	250
2. Für Finanzanlagen- und Darlehensvermittler . . . . .	251
V. Sonstige Vorgaben . . . . .	251
1. Für Institute im Sinne des KWG . . . . .	251
2. Für Finanzanlagenvermittler nach der FinVermV und den Darlehensvermittler nach der MaBV . . . . .	253
VI. Verhaltenspflichten . . . . .	253
1. Verhaltensregeln . . . . .	254
a) Wohlverhaltenspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß §§ 63 ff. WpHG . . . . .	254

aa) Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten gemäß § 63 Abs. 2 S. 1 WpHG . . . . .	254
bb) Durchführung einer Angemessenheitsprüfung gemäß § 63 Abs. 10 S. 1 WpHG . . . . .	255
(1) Grundsätzliches . . . . .	255
(2) Keine Pflicht zur Angemessenheitsprüfung gemäß § 63 Abs. 11 WpHG . . . . .	256
(3) Die Vermögensanlagen des Crowdfundings als nicht komplexe Finanzinstrumente? . . . . .	257
cc) Pflicht zur Einholung einer Selbstauskunft gemäß § 65 Abs. 1 WpHG . . . . .	258
b) Berufliche Pflichten des Finanzanlagenvermittlers nach der FinVermV . . . . .	259
aa) Interessenkonflikte . . . . .	259
(1) Pflicht zum Hinweis auf Interessenkonflikte gemäß § 13 Abs. 5 FinVermV a. F. . . . .	259
(2) Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten gemäß § 11a Abs. 1 und 2 FinVermV . . . . .	259
bb) Pflicht zur Angemessenheitsprüfung gemäß § 16 Abs. 2 S. 1 FinVermV . . . . .	259
(1) Ausnahme von der Angemessenheitsprüfung gemäß § 16 Abs. 5 FinVermV . . . . .	260
(2) Konformität der Vermögensanlagen beim Crowdfunding mit den Voraussetzungen der Ausnahme von der Angemessenheitsprüfung gemäß § 16 Abs. 5 FinVermV? . . . . .	261
cc) Pflicht zur Einholung einer Selbstauskunft gemäß § 16 Abs. 3a FinVermV . . . . .	261
2. Zuwendungen . . . . .	261
a) Zuwendungsverbot für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 70 WpHG . . . . .	261
b) Offenlegung von Zuwendungen durch Finanzanlagenvermittler gemäß § 17 Abs. 1 FinVermV . . . . .	263
c) Zwischenergebnis . . . . .	263
3. Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten . . . . .	263
a) Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten gemäß § 83 WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen . . . . .	264
b) Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten gemäß §§ 22 und 23 FinVermV für Finanzanlagenvermittler . . . . .	264
B. Rechtfertigung der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1	
Nr. 8 lit. e KWG . . . . .	265
I. Historie . . . . .	266
II. Gründe für die Bereichsausnahme . . . . .	267
1. Hoher Standardisierungsgrad der Produkte . . . . .	268

2. Beaufsichtigung der Emittenten . . . . .	268
III. Zwischenergebnis . . . . .	269
2. Abschnitt: Trennung von Emittent und Plattform gemäß § 2a Abs. 5	
VermAnlG . . . . .	271
A. Der Tatbestand des § 2a Abs. 5 VermAnlG . . . . .	271
I. Der unbestimmte Rechtsbegriff der <i>maßgeblichen Interessenverflechtung</i> . . . . .	272
1. Unmittelbarer oder mittelbarer Einfluss . . . . .	272
2. Maßgeblicher Einfluss . . . . .	273
3. Die nicht abschließende Aufzählung des § 2a Abs. 5 S. 2 VermAnlG . . . . .	274
II. Zwischenergebnis . . . . .	275
B. Konsequenzen aus der Trennung zwischen Emittent und Plattformbetreibergesellschaft gemäß § 2a Abs. 5 VermAnlG . . . . .	275
I. Konsequenzen für gängige Crowdfunding-Modelle? . . . . .	276
1. Konstellation . . . . .	276
2. Übertragung der Grundsätze „Crowdlending mit Intermediärgesellschaft“? . . . . .	276
3. Teleologische Reduktion? . . . . .	277
a) Denkbare Konstellationen . . . . .	277
aa) Eine Emission über die Plattform . . . . .	277
bb) Zweckgesellschaft zur Vermittlung von Gesellschafterrechten . . . . .	278
cc) Emission „plattformeigener“ und fremder Vermögensanlagen . . . . .	279
b) Zwischenergebnis . . . . .	279
II. Qualifizierung des § 2a Abs. 5 VermAnlG als Verbotsgesetz? . . . . .	279
1. Voraussetzungen für die Annahme eines Verbotsgesetzes im Sinne des § 134 BGB . . . . .	279
a) Gesetz im Sinne des § 134 BGB . . . . .	280
b) Kriterien zur Bestimmung des Verbotscharakters . . . . .	280
aa) Normiertes Verbot . . . . .	281
bb) Bezugspunkt des gesetzlichen Verbots . . . . .	281
cc) Einseitige Verbote . . . . .	282
c) Rechtsfolge: Nichtigkeit? . . . . .	282
2. Untersuchung der konkreten Verbotsgesetzeigenschaft des § 2 Abs. 5 VermAnlG . . . . .	285
a) Normiertes Verbot? . . . . .	285
b) Bezugspunkt des Verbots . . . . .	285
3. Zwischenergebnis . . . . .	287
III. Qualifizierung als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB? . . . . .	287
1. Voraussetzungen für die Annahme eines Schutzgesetzes im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB . . . . .	287

a) Gesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB . . . . .	287
b) Kriterien zur Bestimmung der Schutzgesetzeigenschaft . . . . .	288
2. Vorliegen der Voraussetzungen für die Annahme eines Schutzgesetzes bei § 2a Abs. 5 VermAnlG? . . . . .	289
a) Individueller Schutz durch § 2a Abs. 5 VermAnlG . . . . .	289
aa) Inhalt der Norm . . . . .	289
bb) Zweck der Norm und Entstehungsgeschichte . . . . .	290
b) Tragbarkeit im haftpflichtrechtlichen Gesamtsystem . . . . .	292
c) Zwischenergebnis . . . . .	293
3. Rechtsfolge . . . . .	293
<b>IV. Notwendigkeit der gesetzlichen Regelung?</b> . . . . .	294
1. Reichweite der Normen . . . . .	295
a) Reichweite des § 63 Abs. 2 S. 1 WpHG . . . . .	295
aa) Interessenkonflikte aufgrund von <i>relevanten Personen</i> . . . . .	295
bb) Interessenkonflikte aufgrund von verbundenen Unternehmen und Personen . . . . .	296
(1) Kontrolle gemäß Art. 1 KonzernabschlussRL . . . . .	296
(2) Kontrolle nach den International Financial Reporting Standards . . . . .	297
cc) Vergleichbares Verhältnis . . . . .	298
dd) Zwischenergebnis . . . . .	298
b) Reichweite der FinVermV . . . . .	299
aa) Alte Rechtslage gemäß § 13 Abs. 5 FinVermV a. F. . . . .	299
bb) Aktuelle Regelung gemäß § 11a Abs. 1 und 2 FinVermV . . . . .	300
c) Zwischenergebnis . . . . .	300
2. Zwischenergebnis . . . . .	300
3. Erforderlichkeit der gesetzlichen Regelung . . . . .	300
<b>5. Kapitel: Die <i>Crowdfunding-Plattform-Normen</i> – Rechtliche Qualifikation des § 65 Abs. 1 WpHG und § 16 Abs. 3a FinVermV</b> . . . . .	303
1. Abschnitt: Wirkung des § 65 WpHG im Schuldverhältnis zwischen Plattform und Anleger? . . . . .	304
A. Zivilrechtliche Wirkung der Wohlverhaltenspflichten des Elften Abschnitts des WpHG . . . . .	304
I. Meinungsstand . . . . .	304
1. Öffentliches Recht . . . . .	305
2. Öffentliches Recht mit Ausstrahlung ins Zivilrecht . . . . .	305
3. Konkretisierung der zivilrechtlichen Pflichten durch das Aufsichtsrecht . . . . .	306
4. Zivilrecht . . . . .	306
5. Hybrides Recht: Zivilrechtliche und öffentlich-rechtliche Doppelnormen . . . . .	307
II. Stellungnahme . . . . .	308
III. Qualifizierung des § 65 WpHG als Doppelnorm . . . . .	316

1. Wortlaut . . . . .	316
2. Wille des Gesetzgebers . . . . .	316
3. Sinn und Zweck . . . . .	317
IV. Zwischenergebnis . . . . .	318
B. Verschuldensmaßstab . . . . .	318
I. Bezugspunkt des (nicht) Vertretenmüssens . . . . .	318
II. Umfang der Kundenangaben . . . . .	319
III. Zwischenergebnis . . . . .	320
C. Umfang des Schadensersatzanspruches . . . . .	321
D. Zwischenergebnis . . . . .	322
2. Abschnitt: Qualifizierung als Schutzgesetz im Sinne des § 823	
Abs. 2 BGB . . . . .	322
3. Abschnitt: Qualifizierung als Verbotsgesetz gemäß § 134 BGB . . . . .	324
A. Zweck des § 65 Abs. 1 WpHG . . . . .	326
I. Klumpenrisiko des Emittenten . . . . .	326
1. Anleger erfüllt Zahlungsversprechen nicht . . . . .	326
2. Widerrufsrecht . . . . .	327
3. Insolvenzrisiko . . . . .	327
a) Ablehnung der Vertragserfüllung gemäß §§ 103, 108	
Abs. 2 InsO . . . . .	327
b) Anfechtbarkeit gemäß §§ 129 ff. InsO . . . . .	329
aa) Grundsätzliche Möglichkeit der Anfechtung gemäß	
§§ 129 ff. InsO trotz § 108 Abs. 2 InsO . . . . .	329
bb) Vorliegen der Voraussetzungen der §§ 129 ff. InsO . . .	330
(1) Grundsätzliches . . . . .	331
(2) Anfechtung unentgeltlicher Leistungen gemäß	
§ 134 InsO . . . . .	331
(3) Anfechtbarkeit gemäß § 131 InsO . . . . .	332
c) Altmassegläubiger bei der Masseunzulänglichkeit . . . . .	334
d) Sonderfall: Crowdlending –	
Darlehensteilrückzahlungsansprüche . . . . .	335
4. Bewertung . . . . .	336
II. Rechtsfolge . . . . .	339
B. Zwischenergebnis . . . . .	339
4. Abschnitt: Unterschiede zwischen den einzelnen Regelungen – insbesondere § 65 Abs. 1 WpHG und § 16 Abs. 3a FinVermV . . . . .	340
A. Zeitlicher Anwendungsbereich . . . . .	340
I. Analoge Anwendung des § 2a VermAnlG in Verbindung mit	
§ 31 Abs. 5a WpHG a. F. . . . .	342
II. Einwand treuwidriger Rechtsausübung . . . . .	347
1. Abstrakt: Voraussetzungen für den Einwand treuwidriger	
Rechtsausübung . . . . .	347
2. Konkret: Anwendung auf die diskutierte Konstellation . . . . .	348
a) Zweck der Prospekthaftung . . . . .	348

b) Gesetzgeberische Intention . . . . .	348
c) Voraussetzungen für den Einwand treuwidriger Rechtsausübung . . . . .	349
aa) Anwendung der gesetzlichen Vorschrift . . . . .	349
bb) Nicht hinreichende Erfassung des Interessenkonflikts im Einzelfall . . . . .	349
cc) Unzumutbar unbilliges Ergebnis für einen der Beteiligten . . . . .	350
3. Zwischenergebnis . . . . .	351
B. Der vertraglich gebundene Vermittler gemäß § 2 Abs. 10 KWG . . . . .	352
I. Voraussetzungen gemäß § 2 Abs. 10 KWG . . . . .	352
II. Voraussetzungen an das Haftungsdach . . . . .	353
III. Rechtsfolge . . . . .	354
IV. Konsequenz für das Crowdfunding: Beachtung der Wohlverhaltenspflichten . . . . .	354
1. Aufsicht . . . . .	354
a) Im Allgemeinen . . . . .	355
b) Bei vertraglich gebundenen Vermittlern . . . . .	355
2. Geltung der Normen . . . . .	356
a) Im Allgemeinen . . . . .	356
b) Bei vertraglich gebundenen Vermittlern . . . . .	356
aa) Handeln im Namen und für Rechnung des haftenden Instituts . . . . .	357
bb) Handeln in eigenem Namen für Rechnung des haftenden Instituts . . . . .	357
3. Zwischenergebnis . . . . .	359
C. Unterschiedliche Anlageschwellen . . . . .	359
<b>6. Kapitel: Europäische und nationale Entwicklungen . . . . .</b>	361
1. Abschnitt: Die Prospektverordnung . . . . .	361
A. Die europäischen Vorgaben . . . . .	361
B. Die deutsche Umsetzung . . . . .	363
I. Die Prospektbefreiung . . . . .	363
1. Das Wertpapier-Informationsblatt gemäß § 4 WpPG . . . . .	363
2. Die Vorgaben des § 6 WpPG . . . . .	364
a) Vermittlung durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Wege der Anlagevermittlung oder -beratung . . . . .	365
b) Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger . . . . .	365
II. Vergleich mit den Regelungen beim Crowdfunding nach dem VermAnlG und Kritik an möglichen Ungleichbehandlungen . . . . .	367
1. Kein Widerrufsrecht entsprechend § 2d VermAnlG . . . . .	369
2. Keine Trennung zwischen Emittent und Vermittler entsprechend § 2a Abs. 5 VermAnlG . . . . .	370
3. Unterschiedlicher Verkaufspreis . . . . .	371
4. Unterschiedliche Voraussetzungen für die Selbstauskunft . . . . .	372

III. Spezifische Kritik an der ProspektVO und deren Umsetzung . . . . .	372
C. Zwischenergebnis . . . . .	373
2. Abschnitt: Die Crowdfundingverordnung . . . . .	373
A. Der Verordnungsentwurf im Überblick . . . . .	373
I. Regulierung der Crowdfunding-Dienstleister . . . . .	375
1. Aufsicht und Zulassung . . . . .	375
2. Anforderungen an die Plattform . . . . .	376
a) Geschäftsleitung . . . . .	377
b) Interessenkonflikte . . . . .	378
c) Pflichten gegenüber dem Anleger . . . . .	378
II. Gegenstand der Crowdfunding-Dienstleistung . . . . .	379
III. Anforderungen an die Vermögensanlagen und Emittenten beziehungsweise Kapitalsuchenden . . . . .	380
1. Sorgfaltspflichten der Projektträger . . . . .	381
2. Verständnis des Darlehens im Sinne der Verordnung . . . . .	381
3. Initial Coin Offerings als Bestandteil der Verordnung . . . . .	381
IV. Das Basisinformationsblatt . . . . .	382
V. Konsequenzen für die Plattformen bei Verstößen gegen die statuierten Pflichten . . . . .	382
B. Kritik am Verordnungsentwurf . . . . .	384
I. Anwendungsbereich . . . . .	385
II. Emissionshöhe . . . . .	385
III. Einordnung der Verordnung in das nationale und europäische Kapitalmarktrecht . . . . .	386
IV. Inhaltliche Vorgaben der Verordnung . . . . .	387
V. Zusammenfassung . . . . .	389
<b>7. Kapitel: Die Situation in den USA . . . . .</b>	<b>391</b>
1. Abschnitt: Überblick . . . . .	391
2. Abschnitt: Die Crowdfunding-Regelungen nach dem JOBS Act . . . . .	392
A. Voraussetzungen an den Anleger . . . . .	393
I. Anlageschwellen . . . . .	393
II. <i>Investorenschulung</i> . . . . .	394
B. Voraussetzungen an den Emittenten und die Emission . . . . .	394
I. Der Emittent . . . . .	394
II. Die Emission . . . . .	395
III. Offenlegungspflichten . . . . .	395
IV. Weiterverkaufbeschränkungen . . . . .	396
C. Voraussetzungen an die Plattform . . . . .	396
I. Allgemeines . . . . .	396
II. Kanalisierungsfunktion . . . . .	397
III. Hinweispflichten . . . . .	398
IV. Widerrufsmöglichkeit . . . . .	398
V. Sonstige Pflichten der Plattformen . . . . .	398
3. Abschnitt: Kritik . . . . .	399

## **8. Kapitel: Vorschläge für eine Regulierung der Plattformen**

<i>de lege ferenda</i> . . . . .	401
1. Abschnitt: Regulatorische Rahmenbedingungen . . . . .	402
A. Typische Investoren beim Crowdfunding . . . . .	402
B. Kennzahlen des deutschen Crowdfunding Marktes . . . . .	403
I. Anzahl der Plattformen . . . . .	403
II. Transaktionsvolumina verschiedener Formen von Crowdfunding . . . . .	404
1. Crowdinvesting . . . . .	404
2. Crowdleading . . . . .	405
III. Anlagesumme pro Anleger . . . . .	405
IV. Zwischenergebnis . . . . .	406
2. Abschnitt: Die Anlageschwellen beim Crowdfunding . . . . .	407
A. Das Anlegerleitbild . . . . .	407
I. Das ursprüngliche Anlegerleitbild . . . . .	408
1. Der <i>homo oeconomicus</i> . . . . .	409
2. Das <i>Informationsmodell</i> des Kapitalmarktes . . . . .	409
3. Kritik . . . . .	410
a) Kritik am <i>homo oeconomicus</i> . . . . .	410
b) Kritik am <i>Informationsmodell</i> . . . . .	411
II. <i>Behavioral Economics</i> – Verhaltensökonomik . . . . .	412
III. Konsequenz: Paternalistische Gesetzgebung . . . . .	413
1. Rechtfertigung von Paternalismus im Recht . . . . .	414
2. Die verschiedenen Formen von Paternalismus . . . . .	416
a) Autoritärer oder harter Paternalismus . . . . .	416
b) Liberaler oder weicher Paternalismus . . . . .	416
B. Paternalismus beim Crowdfunding . . . . .	417
I. Die Anlageschwellen als hart paternalistische Regelung . . . . .	417
II. Rechtfertigung der Anlageschwellen? . . . . .	417
1. Ansichten in der Literatur . . . . .	417
a) Die vermögens- beziehungsweise einkommensabhängigen Anlageschwellen . . . . .	418
b) Die absolute Anlageschwelle von 25.000 Euro . . . . .	418
c) Stellungnahme . . . . .	420
2. Sonstige Rechtfertigungsgründe . . . . .	422
3. Zwischenergebnis . . . . .	424
III. Zwischenergebnis . . . . .	424
C. Die typischen Crowdfundinginvestoren als Regulierungsadressaten . . . . .	424
I. Finanzielle Allgemeinbildung der Investoren . . . . .	424
II. Anleihen aus dem Verbraucherrecht . . . . .	426
III. Zwischenergebnis . . . . .	427
D. Regulierungsvorschlag: Nudging . . . . .	428
I. Das Nudging als Regulierungsinstrument . . . . .	428

II. Verfassungsrechtliche Rechtfertigung . . . . .	429
III. Anwendung auf das Crowdfunding . . . . .	430
E. Anlegertests und Anlegerbildung . . . . .	431
F. Zwischenergebnis . . . . .	433
3. Abschnitt: Weitere regulatorische Vorschläge . . . . .	434
A. Gemeinsame Aufsicht und einheitliche Vorschriften . . . . .	434
I. Gemeinsame Aufsicht durch die <i>BaFin</i> . . . . .	434
1. Argumentation im Gesetzgebungprozess . . . . .	435
a) Argumentation für die Aufsicht durch die Gewerbeämter . . . . .	435
b) Argumentation gegen die Aufsicht durch die Gewerbeämter . . . . .	435
2. Weitere Ansichten vor dem Kleinanlegerschutzgesetz . . . . .	435
3. Ansichten im Zusammenhang mit dem Kleinanlegerschutzgesetz . . . . .	436
4. Stellungnahme . . . . .	437
a) Die Expertise . . . . .	437
b) Die regionale Zuständigkeit der Aufsichtsämter . . . . .	438
c) Mangelnde personelle Kapazitäten der <i>BaFin</i> . . . . .	439
d) Der Finanzierungsaspekt . . . . .	439
e) Der weitergehende Vorschlag einer Bundesdigitalagentur . . . . .	439
f) Zwischenergebnis . . . . .	440
II. Strukturierung der für das Crowdfunding maßgeblichen Vorschriften . . . . .	440
1. Verschiedene Regulierungsregimes . . . . .	440
a) Die CrowdfundingVO . . . . .	441
b) Die nationalen Regelungen . . . . .	442
aa) Die aus § 2a VermAnlG resultierenden Regelungen . . . . .	442
bb) Der Vermittler im Sinne des § 6 WpPG . . . . .	442
(1) Argumente in Bezug auf die vermittelte Finanzanlage . . . . .	443
(2) Argumente in Bezug auf die Art der Dienstleistung und den Vermittler . . . . .	448
c) Zwischenergebnis . . . . .	449
2. Einheitliche und „spezielle“ Crowdfunding-Vorschriften? . . . . .	449
a) Keine speziellen Regelungen . . . . .	449
b) Regelung in der GewO und Verweis auf das WpHG . . . . .	450
c) Spezielle Vermittlerlizenz . . . . .	451
aa) Partielle Befreiung von den Vorschriften des KWG . . . . .	452
bb) „ <i>Mini-Vermittlerlizenz</i> “ . . . . .	453
cc) „ <i>MiFID Light</i> “-Regulierung . . . . .	453
dd) Vorgaben der CrowdfundingVO . . . . .	454
d) Einbeziehung der Vermittler im Sinne des § 6 WpPG? . . . . .	455

<b>III. Rechtliche Umsetzung der einheitlichen Regulierung . . . . .</b>	456
1. Kodifizierung im WpHG . . . . .	456
a) Überprüfung der Anlageschwellen . . . . .	458
b) Beteiligungsverbot . . . . .	458
c) <i>Due-Diligence</i> -Prüfung . . . . .	459
d) Internetbezug . . . . .	460
e) Die Emission betreffende Vorschläge . . . . .	462
aa) Arten von Anlegern . . . . .	462
bb) Emissionshöhe . . . . .	462
cc) Immobilien-Crowdfunding . . . . .	462
dd) Gesellschaftsrechtliche Vorschläge . . . . .	465
f) Zwischenergebnis . . . . .	466
2. Korrespondiere Norm im KWG . . . . .	467
B. Etablierung eines Sekundärmarktes? . . . . .	467
C. Sonstige Regulierungsansätze . . . . .	470
I. Prinzipienbasierte Regulierung . . . . .	470
II. Selbstregulierung . . . . .	472
III. Sandbox Approach . . . . .	473
<b>9. Kapitel: Schluss . . . . .</b>	477
1. Abschnitt: Ergebnisse . . . . .	477
2. Abschnitt: Fazit . . . . .	484
<b>Literatur . . . . .</b>	485