

Inhaltsübersicht

Abbildungsverzeichnis	21
Abkürzungsverzeichnis	23
Symbolverzeichnis	25
1 Einführung und Grundlagen	27
2 Ökonomische Notwendigkeit von Immobilien-Crowdinvesting-Plattformen	46
3 Rechtsökonomische Untersuchung von Verhaltenspflichten für Immobilien-Crowdinvesting-Plattformen	160
4 Jüngste Entwicklungen und Zusammenfassung	331
Literatur- und Quellenverzeichnis	347

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	21
Abkürzungsverzeichnis	23
Symbolverzeichnis	25
1 Einführung und Grundlagen	27
1.1 Problemaufriss und Fragestellung	31
1.1.1 Asymmetrische Informationsverteilung	32
1.1.2 Interessenskonflikte zwischen den beteiligten Marktakteuren	32
1.1.3 Schwierigkeiten bei der Bestimmung von Maß und Umfang einer Regulierung	35
1.1.4 Zielsetzung und Forschungsfrage	37
1.2 Methode, Gegenstand und Gang der Untersuchung	38
1.3 Literaturüberblick und Stand der Forschung	40
2 Ökonomische Notwendigkeit von Immobilien-Crowdinvesting-Plattformen	46
2.1 Ökonomische Rahmenbedingung zur Begünstigung der Entstehung	47
2.1.1 Beschränkter Zugang zu Immobilienbeteiligungen	47
2.1.2 Finanzierungsschwierigkeiten für Immobilienprojektentwickler	50
2.1.3 Immobilien-Crowdinvesting-Plattformen als Antwort auf bestehende Ineffizienzen	51
2.2 Einordnung und Begrifflichkeiten	53
2.2.1 Einordnung im weiteren Sinne	53
2.2.1.1 Unterscheidung nach Art des Investitionsanreizes	54
2.2.1.2 Verschiedene Arten des Crowdfundings	55
2.2.1.3 Abgrenzung und Definition von Crowdinvesting	59

2.2.2 Immobilien-Crowdinvesting: Begrifflichkeit und Abgrenzung	60
2.2.2.1 Einordnung nach der Struktur	61
2.2.2.2 Unterscheidung nach dem immobilien-spezifischen Verwendungszweck	62
2.2.2.3 Abgrenzung zu anderen Formen der Immobilienfinanzierung	63
2.2.2.4 Unterscheidung in Equity und Debt Real Estate Crowdfunding	65
2.2.3 Die Plattform: direktes und indirektes Immobilien-Crowdinvesting	66
2.2.3.1 Indirektes Immobilien-Crowdinvesting	66
2.2.3.2 Direktes Immobilien-Crowdinvesting	67
2.2.3.3 Weitere Gestaltungen abseits etablierter Crowdfunding-Intermediäre	68
2.3 Funktionale Rolle und Anforderungen	69
2.3.1 Marktüberblick und Entwicklung der Plattformenlandschaft	72
2.3.1.1 Entwicklung der Plattformlandschaft in Deutschland und Österreich	72
2.3.1.2 Unterscheidung in offene und geschlossene Plattformen	74
2.3.1.3 Entwicklung unter Berücksichtigung ausgetretener Plattformen	75
2.3.1.4 Unterscheidung nach Anzahl und Art der angebotenen Projekte	75
2.3.2 Tätigkeiten und Aufgaben der Plattformen	76
2.3.3 Tätigkeiten und Aufgaben der Plattformbetreiber	78
2.3.3.1 Projektauswahl und -prüfung	79
2.3.3.2 Kampagnenvorbereitung	82
2.3.3.2.1 Tätigkeiten bei Beteiligungen über Nachrangdarlehen	83
2.3.3.2.2 Tätigkeiten bei Beteiligungen über anteilige Forderungen aus Bankdarlehen	85
2.3.3.2.3 Tätigkeiten bei Beteiligungen über Schuldverschreibungen	88
2.3.3.2.4 Tätigkeiten bei Beteiligungen über tokenbasierte Schuldverschreibungen	89

2.3.3.3	Projektvermittlung und Zahlungsabwicklung	92
2.3.3.4	Weiterführende und optionale Dienstleistungen der Plattformbetreiber	93
2.3.3.4.1	Marketingdienstleistungen	94
2.3.3.4.2	Anlegerbetreuung und Kundenservice	95
2.3.3.4.3	Betreiben eines Sekundärmarktes	95
2.3.3.4.4	Vermögens- und Immobilienverwaltung bei Eigenemissionen	95
2.3.3.4.5	Vorfinanzierung von Projekten	97
2.3.3.4.6	Angebot von Auto-Invest-Optionen und Sparplänen	97
2.3.3.4.7	Aufgaben bei Zahlungsverzug und Insolvenz	97
2.3.3.4.8	Aufgaben von Metaplattformen und bei Co-Funding-Projekten	98
2.3.4	Funktionale Rolle von Immobilien-Crowdinvesting- Plattformen	99
2.3.4.1	Kapitalvermittlungsfunktion	99
2.3.4.2	Marktzugangs- und Gatekeeperfunktion	100
2.3.4.3	Informationsfunktion	102
2.3.4.4	Überwachungsfunktion	105
2.3.4.5	Beratungs- und Unterstützungsfunktion	106
2.4	Notwendigkeit für die Immobilienfinanzierung	107
2.4.1	Finanzierungslücke bei der Immobilienprojektfinanzierung	110
2.4.1.1	Finanzierungsstruktur von Immobilienprojektentwicklungen	113
2.4.1.2	Erklärungsansätze für die Verwendung von Crowdinvesting	115
2.4.2	Finanzierungslücke bei der Immobilienbestandsfinanzierung	117
2.4.3	Industrieökonomische Betrachtung	118
2.4.3.1	Vergleich der Finanzierungskosten	122
2.4.3.2	Monetär nicht direkt messbare Kosten der Kapitalaufnahme und -überlassung	123
2.4.3.3	Kostenvergleich: eigene versus externe Plattform	125

2.4.3.4	Geringere Gesamtkapitalkosten durch verbesserte Eigenkapitalbilanz	127
2.4.3.5	Steigerung der Eigenkapitalrendite durch Immobilien-Crowdfunding	130
2.5	Bewertung aus wohlfahrtsökonomischer Perspektive	131
2.6	Erklärungsmöglichkeiten für Plattform-Fehlverhalten und Zahlungsausfälle	133
2.6.1	Erklärungsmöglichkeiten für Zahlungsausfälle	135
2.6.1.1	Ursachen bekannter Zahlungsausfälle	136
2.6.1.2	Makroökonomische Schocks und Rezession als Auslöser	138
2.6.2	Erklärungsmöglichkeiten für Plattform-Fehlverhalten	141
2.6.2.1	Interessen von Kapitalgeber, Kapitalnehmer und Plattformbetreiber	142
2.6.2.2	Anreizinduzierte Verzerrung	143
2.6.2.2.1	Vergütungsstruktur der Plattform	143
2.6.2.2.2	Gewinnmaximierungsabsicht der Teilnehmer	147
2.6.2.2.3	Wettbewerb zwischen den Plattformen	148
2.6.2.3	Interessenkonflikte zwischen den Beteiligten und der Plattform	150
2.6.2.3.1	Interessenkonflikte zwischen Plattform und Kapitalgeber	150
2.6.2.3.2	Einbindung der Plattform in das institutionelle Umfeld	151
2.6.2.3.3	Interessenkonflikte zwischen Plattform und Kapitalnehmer	152
2.6.2.4	Weitere Erklärungsansätze	153
2.6.2.4.1	Monopolstellung der Plattform	153
2.6.2.4.2	Verzerrte Informationsweitergabe an die Plattform	154
2.6.2.4.3	Rationalitätsdefizite im Entscheidungsprozess der Kapitalgeber	155
2.6.2.4.4	Mangelnde Kompetenz der Entscheidungsträger	156
2.6.2.4.5	Plattformbetreiber als Infrastrukturdienstleister ohne Beratung	157

2.7 Zwischenergebnis	158
3 Rechtsökonomische Untersuchung von Verhaltenspflichten für Immobilien-Crowdinvesting-Plattformen	160
3.1 Einführung in die rechtsökonomische Analyse	160
3.1.1 Theoretische Grundannahmen	161
3.1.1.1 Ressourcenknappheit	162
3.1.1.2 Individuelle Nutzensvorstellung	163
3.1.1.3 Methodologischer Individualismus	165
3.1.1.4 Rationalitätsannahme	165
3.1.2 Effizienzkriterium als normative Entscheidungsregel	169
3.1.3 Modifikationen des ökonomischen Verhaltensmodells durch die Neue Institutionenökonomik	171
3.2 Modelltheoretische Analyse des Verhaltens von Plattformen	174
3.2.1 Grundlegendes Modell	175
3.2.2 Nutzenfunktion des Anlegers	177
3.2.3 Optimale Investitionsentscheidung des Anlegers bei Unsicherheit	179
3.2.4 Investitionsentscheidung des informierten Kleinanlegers	180
3.2.5 Investitionsentscheidung des uninformierten Kleinanlegers	181
3.2.6 Nutzenfunktion der Plattform	182
3.3 Entscheidung über den Adressaten von Verhaltenspflichten	183
3.4 Entscheidung über Art und Maß von Verhaltenspflichten	185
3.5 Ziele und Bedingungen einer angemessenen Regulierung	186
3.5.1 Verbesserung der Bedingungen für kleine Emissionen	187
3.5.2 Einfache Beteiligungsmöglichkeit für Kleinanleger	189
3.5.3 Anlegerschutz	189
3.5.4 Innovations- und Funktionsschutz	192
3.5.5 Anreizinduzierte Regulierung	193
3.5.6 Technologieneutralität	194
3.5.7 Der Partizipationsgedanke	194
3.5.8 Der Autonomiegedanke	196
3.5.9 Rechtssicherheit	197
3.5.10 Regulierungstechniken	198
3.5.11 Ziel-Hexagramm einer Regulierung	199
3.6 Juristische Diskussion von Verhaltenspflichten de lege lata	199
3.6.1 Entwicklung des rechtlichen Rahmens	200
3.6.1.1 Befreiungsvorschriften für Wertpapiere	201

3.6.1.2	Erhöhung des maximalen Verkaufspreises angebotener Vermögensanlagen	202
3.6.1.3	Änderungen durch die Europäische Crowdfunding-Verordnung (ECSP-VO)	203
3.6.2	Normzweck der Verhaltensregeln	204
3.6.3	Regulierung nach nationalem Recht	206
3.6.3.1	Verhaltenspflichten nach dem VermAnlG	208
3.6.3.1.1	Vermittlung ausschließlich über eine Internet-Dienstleistungsplattform	209
3.6.3.1.2	Vermittlung ausschließlich im Wege der Anlageberatung und -vermittlung	211
3.6.3.1.2.1	Vermittlung im Wege der Anlagevermittlung	212
3.6.3.1.2.2	Vermittlung im Wege der Anlageberatung	213
3.6.3.1.2.3	Möglichkeit der Einführung eines zentralen Registers	214
3.6.3.1.3	Prüfpflicht hinsichtlich der Einhaltung von Zeichnungsgrenzen	215
3.6.3.1.4	Keine maßgeblichen Interessenverflechtungen	218
3.6.3.1.4.1	Verbot der Einflussnahme- möglichkeit	219
3.6.3.1.4.2	Angemessenheit der Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten	220
3.6.3.1.4.3	Erweitertes Verbot von maßgeblichen Interessenverflechtungen	221
3.6.3.1.4.4	Verbot der Beteiligung von Mitarbeitern	222
3.6.3.1.4.5	Zwingenden Aufnahme mehrerer Projekte	222
3.6.3.1.5	Veröffentlichung eines Vermögensanlagen- Informationsblatts	223

3.6.3.2	Verhaltenspflichten nach der FinVermV	224
3.6.3.2.1	Allgemeine Wohlverhaltenspflicht nach § 11 FinVermV	224
3.6.3.2.2	Erweiterte Informationspflichten der §§ 12–13 FinVermV	226
3.6.3.2.3	Gebot der Redlichkeit von Werbemitteilungen	228
3.6.3.2.4	Bereitstellung des Vermögensanlagen-Informationsblatts	229
3.6.3.2.5	Angemessenheitsprüfung im Rahmen der Anlagevermittlung	229
3.6.3.3	Verhaltenskodex des Bundesverbandes Crowdfunding e.V.	231
3.6.3.4	Verhaltenskodex des European Crowdfunding Network AISBL	233
3.6.3.5	Verhaltenspflichten nach dem GwG	235
3.6.3.6	Verhaltenspflichten nach dem TMG	237
3.6.3.7	Zivilrechtliche Aufklärungspflichten	238
3.6.3.7.1	Erweiterte Informations- und Einstandspflicht	239
3.6.3.7.2	Verpflichtung zur Plausibilitätsprüfung	240
3.6.3.7.3	Verpflichtung zur Überprüfung gestellter Informationen	241
3.6.3.8	Haftungsmöglichkeiten bei Verstößen	242
3.6.3.8.1	Haftung aufgrund eines unrichtigen oder fehlenden Vermögensanlagen-Informationsblatts	242
3.6.3.8.2	Haftung aufgrund eines Auskunftsvertrages	243
3.6.3.8.2.1	Haftung aus culpa in contrahendo	244
3.6.3.8.2.2	Möglichkeit eines deliktischen Anspruchs nach § 823 Abs. 1 BGB	245
3.6.3.8.3	Bußgeld bei Ordnungswidrigkeit	246

3.6.4	Regulierung auf Ebene der Europäischen Union	247
3.6.4.1	Anwendungsbereich und Erlaubnispflicht	248
3.6.4.1.1	Vermittlung von qualifizierten Nachrangdarlehen	249
3.6.4.1.2	Vermittlung von anteiligen Forderungen aus Bankdarlehen	250
3.6.4.1.3	Platzierung von Wertpapieren	251
3.6.4.1.4	Verbot von Übernahmeverpflichtungen	252
3.6.4.2	Die wesentlichen Verhaltenspflichten nach der ECSP-VO	253
3.6.4.2.1	Erhöhte Erlaubnisanforderungen	253
3.6.4.2.2	Aufsicht durch die zuständige Behörde	254
3.6.4.2.3	Backgroundcheck des Projektträgers	255
3.6.4.2.4	Verhaltenspflichten für Anbieter von Auto-Invest-Funktionen	256
3.6.4.2.5	Einführung eines Beschwerdemanagements	258
3.6.4.2.6	Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten	259
3.6.4.2.7	Verantwortungsübernahme ausgelagerter Tätigkeiten	260
3.6.4.2.8	Regelungen zu Zahlungsdienstleistungen	261
3.6.4.2.9	Wohlverhaltenspflichten	262
3.6.4.2.10	Nutzungseinschränkung von Zweckgesellschaften	262
3.6.4.2.11	Offenlegung von Ausfallquoten	263
3.6.4.2.12	Regulierung des Sekundärmarkt- Forums	265
3.6.4.2.13	Kenntnisprüfung und Simulation der Verlustfähigkeit	266
3.6.4.2.14	Einräumen einer vorvertraglichen Bedenkzeit	268
3.6.4.2.15	Erweiterte Informationspflicht	270
	3.6.4.2.15.1 Haftung von Schwarmfinanzierungs- dienstleistern oder Projektträgern	271

3.6.4.2.15.2	Prüfpflicht des Projektträgers	272
3.6.4.2.15.3	Regelungen zur akzeptierten Sprache	273
3.6.4.2.16	Zugang zu Aufzeichnungen	273
3.7	Rechtsökonomische Untersuchung von ergänzenden Regulierungs- und Steuerungsmaßnahmen de lege ferenda	275
3.7.1	Regulierungsmechanismen die sich durch den Markt ergeben	275
3.7.1.1	Reputationsmechanismen und Feedbacksysteme	276
3.7.1.2	Sozioökonomische Selbstregulierung durch freiwillige Selbstverpflichtung	278
3.7.1.3	Bedingungen eines funktionierenden Reputationssystems zur Selbstregulierung	280
3.7.1.3.1	Entscheidung der Plattform im Kleinanlegermarkt ohne Haftung	280
3.7.1.3.2	Entscheidung der Plattform bei uninformierten Kleinanlegern	282
3.7.1.3.3	Zusammenfassung der Bedingungen	282
3.7.1.4	Notwendigkeit des staatlichen Eingriffs	285
3.7.2	Verhaltensvorschriften zur anreizinduzierten Vermeidung von Fehlverhalten	285
3.7.2.1	Registrierungspflicht in einer Selbstregulierungsorganisation	287
3.7.2.2	Investoren-Eignungsregeln und Anlegerfortbildung	290
3.7.2.2.1	Angemessenheits- und Geeignetheitsprüfung	290
3.7.2.2.2	Kritik an Anlegertests	291
3.7.2.2.3	Anlegerfortbildung und Anlegertests	292
3.7.2.3	Überprüfungspflichten von Kapitalnehmer und Projektvorhaben	294
3.7.2.3.1	Backgroundcheck der Kapitalnehmer	295
3.7.2.3.2	Vorselektion der Finanzierungsanfragen	296
3.7.2.3.2.1	Bedingungen eines Selektionsverfahrens mit positivem Informationswert	297

3.7.2.3.2.2	Entscheidung unter Unsicherheit	298
3.7.2.3.2.3	Einfluss von Kosten auf den Informationswert	300
3.7.2.3.3	Schwierigkeiten bei der Bestimmung der Auswahlkriterien	301
3.7.2.3.3.1	Möglichkeit eines tabellarischen Abgleichs	302
3.7.2.3.3.2	Die generelle Notwendigkeit von Prüfpflichten	303
3.7.2.3.3.3	Umfang der zivilrechtlichen Plausibilisierungspflicht	304
3.7.2.3.4	Offenlegung der Auswahl- und Analyse Kriterien	305
3.7.2.3.5	Zwischenergebnis	306
3.7.2.4	Erweiterter Abbau von Informationsasymmetrien	307
3.7.2.4.1	Bereitstellung verfügbarer Unterlagen durch die Plattform	307
3.7.2.4.2	Veröffentlichungspflicht der Ausfalls- und Erfolgsstatistik	310
3.7.2.4.3	Einführung eines öffentlichen Registers abgelehnter Projekte	311
3.7.2.4.4	Einrichtung einer Kommunikationsplattform	313
3.7.2.5	Verpflichtende Beteiligung professioneller Investoren	314
3.7.2.6	Neutralitätspflicht und Vorteilhaftigkeitsprüfung	316
3.7.2.7	Erfolgsabhängige Vergütungsstrukturen	318
3.7.2.7.1	Zusammenhang von Vergütungsstruktur und Plattformnutzen	319
3.7.2.7.2	Notwendige Bedingung einer effektiven Vergütungsstruktur	321
3.7.2.7.3	Voraussetzung der Einflussmöglichkeit auf die Erfolgswahrscheinlichkeit	322

3.7.2.8 Errichtung eines Sicherheitsdepots der Plattformen	323
3.7.3 Verhaltenssteuerung durch Haftung	324
3.7.4 Verhaltenskontrolle durch die Finanzdienstleistungsaufsicht	328
3.7.5 Die Immobilie als Lösung des Prinzipal-Agent-Problems	329
4 Jüngste Entwicklungen und Zusammenfassung	331
4.1 Jüngste Entwicklungen	331
4.1.1 Gesetzesentwurf zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes	331
4.1.1.1 Verbot von Blindpool-Anlagen	332
4.1.1.2 Mittelverwendungskontrolle	334
4.1.1.3 Beschränkung des Vertriebs von Vermögensanlagen	335
4.1.2 Gesetzesentwurf zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503	335
4.1.3 Gesetzesentwurf Übertragung der Aufsicht über Finanzanlagenvermittler	336
4.2 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesen	339
Literatur- und Quellenverzeichnis	347
Verzeichnis weiterer Quellen	362
Publikationen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	362
Materialien von Plattformen	363
Publikationen der Europäischen Union	364
Sonstige Quellen	365