

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

Band 125

Crowdinvesting

Phänomen – Rechtsbeziehungen – Regulierung

Von

Jasper Schedensack



Duncker & Humblot · Berlin

JASPER SCHEDENSACK

Crowdinvesting

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 125

Crowdinvesting

Phänomen – Rechtsbeziehungen – Regulierung

Von

Jasper Schedensack



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
hat diese Arbeit im Jahre 2017 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
© 2018 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+pp GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15512-5 (Print)
ISBN 978-3-428-55512-3 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85512-4 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

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

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2017 von der Juristischen und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg als Dissertation angenommen und mit der Luther-Urkunde ausgezeichnet. Rechtsänderungen und neu erschienene Literatur wurden noch bis zum 31.12.2017 eingearbeitet, im Einzelfall auch darüber hinaus. Kurz vor Drucklegung dieser Arbeit wurden im Frühjahr 2018 zwei weitere gesetzgeberische Maßnahmen bekannt: Zum einen der Entwurf für ein Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung, durch das – ganz im Sinne der hiesigen Überzeugung, Crowdinvesting im Kern als kleine Kapitalmarktfinanzierungen zu begreifen – ein Crowdinvesting-Regime auch im Wertpapierrecht eingeführt werden soll. Zum anderen legte die Europäische Kommission einen Entwurf für eine europäische Regulierung von Crowdinvesting vor. Beide Entwürfe konnte ich überblicksweise noch in einem kurzen ergänzten Abschnitt (§ 13) behandeln.

Als mir im Dezember 2011 anlässlich der Finanzierung des „Stromberg“-Kinofilms die erste Idee zu dieser Arbeit kam, ahnte ich noch nicht, Welch rasanten Entwicklung das Crowdfunding im Allgemeinen und das Crowdinvesting im Speziellen in den nächsten Jahren durchlaufen würde. Von der Kunst- und Kulturförderung haben sich Crowdfinanzierungen hin zu kleinen Kapitalmarktfinanzierungen für Start-ups, Immobilien und vieles Weitere entwickelt. Jüngst entstand als neue Unterform von Crowdfinanzierungen noch das Phänomen der Initial Coin Offerings (ICOs). Nicht nur die tatsächlichen Verhältnisse änderten sich rasant, sondern auch die maßgeblichen Rechtsnormen. Insbesondere das Kleinanlegerschutzgesetz brachte 2015, ein Jahr nach Beginn meiner Forschung, grundlegende Änderungen mit sich. Im Sommer 2017 reagierte der Gesetzgeber mit weiteren Anpassungen auf die Ergebnisse der Evaluation des Kleinanlegerschutzgesetzes. Nunmehr liegen die erwähnten Entwürfe zum Wertpapierrecht und zu einer europäischen Regulierung vor, und bald sollen erneut Regelungen des Kleinanlegerschutzgesetzes auf den Prüfstand. Das alles mag einmal mehr verdeutlichen, dass die vorliegende Arbeit nur eine Momentaufnahme sein kann und die fortschreitende Entwicklung immer aufmerksam beobachtet werden muss.

Im Zusammenhang mit dieser Arbeit bin ich vielen zu Dank verpflichtet. Da sind zuerst meine Freunde und Familie zu nennen, denen ich während der Erstellung der Arbeit nicht immer die Aufmerksamkeit zuteilwerden ließ, die angesichts ihrer großen Bedeutung für mich angemessen wäre. Außerdem danke ich besonders Frau Charlotte Muras, Rike Morich, Dr. Sabrina Hense und Herrn Nico Elsaesser für ihre wertvolle Hilfe durch kritisches Korrekturlesen. Bei allen Kollegen von Lindemann

Schwennicke & Partner möchte ich mich für die angenehme Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter und die überlassenen Ressourcen bedanken.

Meinem Doktorvater Professor Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago), bin ich zu besonderem Dank für die nötige Freiheit bei der Erstellung der Arbeit und seine stets blitzschnellen Reaktionen auf sämtliche meiner Fragen verpflichtet. Herrn Prof. Dr. Stephan Madaus danke ich für die äußerst zügige Zweitkorrektur sowie den Herausgebern dieser Schriftenreihe für die Aufnahme in die Reihe.

Ganz besonderer Dank aber gilt meinen Eltern, denen ich diese Arbeit widme. Sie haben meine nicht ganz kurze Ausbildung und die Entstehung dieser Arbeit immer nach Kräften unterstützt. Mit unermüdlicher Disziplin und bester Kenntnis der deutschen Sprache hat mein Vater schließlich den gesamten Text auf seine sprachliche Richtigkeit hin überprüft. Für Eure großartige Unterstützung danke ich Euch von Herzen. Dem Wissenschaftsbetrieb muss es freilich zu denken geben, dass die umfassende Unterstützung durch die Eltern immer noch ein so wesentlicher Faktor bei der Ausbildung und Forschung ist. Dieses Glück ist leider nicht allen vergönnt.

Berlin, im April 2018

Jasper Schedensack

Inhaltsverzeichnis

<i>Erstes Kapitel</i>	
Phänomen	37
§ 1 Einleitung	37
I. Problemaufriss	39
II. Stand der Rezeption und Forschung	40
III. Methode und Gang der Arbeit	41
1. Zur Methode	41
2. Gang der Arbeit	43
§ 2 Crowdfunding und Crowdinvesting	45
I. Erscheinungsformen des Crowdfundings	45
1. Crowdfunding	45
a) Crowdfunding im weiteren Sinne	45
aa) Definition	45
bb) Abgrenzung zum Kapitalmarkt	46
cc) Abgrenzung zu Mikrofinanzierungen und Social Payment	47
dd) Crowdfunding mit und ohne Intermediär: Direktes und Indirektes Crowdfunding	47
b) Crowdfunding im engeren Sinne und renditeorientiertes Crowdfunding	48
c) Vier Typen von Crowdfunding	49
aa) Typ 1: Donation-based Crowdfunding	50
(1) Begriff	50
(2) Ablauf	50
(3) Relevante Donation-based Crowdfunding-Plattformen	51
(4) Grobe rechtliche Einordnung	51
bb) Typ 2: Reward-based Crowdfunding	51
(1) Begriff	52
(2) Ablauf	53
(3) Relevante Reward-based Crowdfunding-Plattformen	53
(4) Grobe rechtliche Einordnung	53
cc) Typ 3: Crowdinvesting	54
(1) Begriff	54
(2) Ablauf	55

(3) Relevante Crowdinvesting-Plattformen	58
(4) Grobe rechtliche Einordnung	59
dd) Typ 4: Lending-based Crowdfunding (Crowdlending)	59
(1) Begriff	59
(2) Ablauf	60
(3) Relevante Crowdlending-Plattformen	61
(4) Grobe rechtliche Einordnung	61
2. Die Crowd als gemeinsames Element	63
a) Begriff	63
b) Crowdsourcing	65
c) Die Crowd als intelligenter Organismus: Die Weisheit der Crowd	66
aa) Argumente für die Weisheit der Crowd	66
bb) Argumente gegen die Weisheit der Crowd	67
cc) Keine Weisheit der Crowd beim Crowdfunding	68
3. Zwischenergebnis	69
II. Crowdinvesting	70
1. Typizität in Abhängigkeit des finanzierten Projekts	70
a) Start-up-Finanzierung	70
b) Unternehmens- und Projektfinanzierung	72
c) Immobilienfinanzierung und Finanzierung erneuerbarer Energieanlagen	72
2. Typizität in Abhängigkeit der Gegenleistung	73
a) Festverzinsliche Anlagen	73
b) Erwerb von Anteilen an zukünftigen, genau berechenbaren Zahlungsströmen	74
c) Einräumung einer Gesellschafterstellung bzw. Gewährung partiarischer Rechte	74
3. Typische Merkmale	75
a) Die Crowdinvesting-Plattform	75
b) Die Fundingschwelle	75
4. Internetemissionen	77
5. Entwicklung einer Definition von Crowdinvesting	77
a) Keine Differenzierung nach dem Finanzierungsobjekt	78
b) Finanzierungsinstrumente mit Gewährung von Anteilen an zukünftigen Zahlungsströmen	78
c) Festverzinsliche Finanzierungsinstrumente	79
d) Nachrangigkeit als Voraussetzung?	80
e) Der Kern des Phänomens: Eine neue Definition von Crowdinvesting ..	81
f) Abgrenzung zum Crowdlending	83
6. Zwischenergebnis	84

III. Analyse des Phänomens: Die regelungsrelevanten Innovationsdimensionen von Crowdinvesting	85
1. Prozessinnovationen	86
2. Anlegerbezogene Innovationen	86
3. Innovation im Hinblick auf das Anlageobjekt	87
4. Vertragsstrukturinnovationen	87
5. Medienspezifische Marketing- und Präsentationsinnovationen	87
IV. Zwischenergebnis	88
§ 3 Die Hintergründe des Phänomens	88
I. Ökonomische Rahmenbedingungen	89
1. Finanzierungsschwierigkeiten junger Unternehmen	89
a) Bisherige Finanzierungsschwierigkeiten	89
b) Crowdinvesting als Lösung	93
2. Eingeschränkte Investitionsmöglichkeiten für Kleinanleger	93
a) Bisherige Marktnische	93
b) Crowdinvesting als Lösung	94
3. Marktforschungseffekte	95
4. Feedbackeffekte	96
5. Marketingeffekte	98
6. Das Internet als Rahmenbedingung: Niedrige Transaktionskosten	99
7. Zwischenergebnis	100
II. Wohlfahrtsökonomische Bewertung von Crowdinvesting	100
1. Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten junger Unternehmen	100
a) Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten junger innovativer Unternehmen	101
b) Steigerung der Allokationseffizienz durch Informationsaggregation (1)	102
aa) Steigerung der Allokationseffizienz durch Marktforschungseffekte	102
bb) Steigerung der Allokationseffizienz durch den Mechanismus der Fundingschwelle	103
c) Kein Smart-Money-Effekt	104
2. Schaffung marktmäßiger Finanzierungsmechanismen für kleinvolumige Emissionen	105
3. Weitere mögliche effizienzbeeinflussende Effekte	106
a) Effizienzsteigerung durch Disintermediation	106
b) Effizienzsteigerung durch Verringerung der Transaktionskosten	107
aa) Transaktionskosten auf Seite der Kapitalnehmer	108
bb) Transaktionskosten auf Seite der Kapitalgeber	109
cc) Zwischenergebnis	109
c) Effizienzsteigerung durch Marketingeffekte	110
d) Steigerung der Allokationseffizienz durch Informationsaggregation (2)	110

e) Weitere mögliche effizienzsteigernde Effekte	111
f) Effizienznachteile durch geringere Anreize zur Informationssuche	112
g) Effizienznachteile durch Informationskaskaden	113
aa) Ablauf einer Informationskaskade	114
bb) Folgen von Informationskaskaden	114
cc) Informationskaskaden bei Crowdfinanzierungen	115
dd) Möglichkeit des gezielten Auslösens von Informationskaskaden	117
ee) Gefahr eines Zusammenwirkens mit Effekten der Fundingschwelle	121
4. Alternative Formen von Crowdfunding	121
5. Zwischenergebnis	123
III. Gesellschaftliche Bewertung von Crowdinvesting	124
IV. Überblick über den Markt	125
1. Der Europäische Markt	126
2. Der Deutsche Markt	127
3. Bisherige Erfolgsbilanz	128
V. Zwischenergebnis	130

Zweites Kapitel

Mikroskopische Analyse	132
§ 4 Die Beteiligten einer Crowdfinanzierung	132
I. Die Anleger	132
1. Charakteristik	132
2. Motivation	134
3. Interessen und Anreize	136
4. Rechtliche Implikationen	137
II. Der Emittent	139
1. Motivation	139
2. Interessen und Anreize	142
III. Die Crowdinvesting-Plattform	143
1. Das Vorgehen der Plattformen bei der Emission	143
a) Akquise erfolgversprechender Projekte	143
b) Screening und Auswertung der Projekte	144
c) Vertragsschluss	145
d) Kampagnenvorbereitung	146
e) Präsentation der Projekte	147
2. Die Plattform als two-sided market	147
3. Interessen und Anreize	149
a) Unmittelbare monetäre Interessen	149

b) Reputationsinteressen	151
4. Funktionale Rolle der Plattform	153
a) Intermediärfunktionen	154
b) Beratungs- und Unterstützungsfunction der Emittenten	155
c) Gatekeeper-Funktion	156
aa) Reputationsanreize	156
bb) Zusätzliche rechtliche Anreize	157
cc) Voraussetzungen der Inanspruchnahme von Gatekeepern	157
5. Zwischenergebnis und Bewertung	159
IV. Zwischenergebnis	161
 § 5 Die Ausgestaltung der Beteiligung	161
I. Anforderungen an Finanzierungsinstrumente bei Crowdinvestings	161
1. Geringe Transaktionskosten	161
2. Nachrangigkeit	162
3. Gegenleistung: Festzins oder partiarische Elemente	162
4. Keine Mitwirkungs- bzw. Stimmrechte	163
5. Informationsrechte	163
6. Ausschluss der Kündigung	164
7. Kompatibilität mit Folgefinanzierungen	164
II. Eignung verschiedener Vertrags- bzw. Rechtsformen	165
1. GmbH-Anteile	165
2. Kommanditbeteiligungen	166
3. Genossenschaftsanteile	167
4. Darlehen	167
5. Hybride Finanzierungsinstrumente	168
6. Wertpapieremissionen	170
a) Aktienbeteiligung	170
aa) Eignung aus Emittentensicht	170
bb) Eignung aus Anlegersicht	171
cc) Eignung im Hinblick auf die Transaktionsabwicklung	172
b) Inhaberschuldverschreibungen	173
c) Regulatorische Hindernisse bei Wertpapieremissionen	173
7. Zwischenergebnis	174
III. Strukturierung der Verträge in der derzeitigen Praxis	174
1. Allgemeines	174
2. Besonderheiten bei Verträgen mit partiarischen Elementen	176
 § 6 Risiken und Gefahren für die Anleger	178
I. Allgemeine Risikodimensionen	179

II. Spezifische Risikodimensionen von Crowdfinanzierungen	180
1. Informationsasymmetrie als Ausgangspunkt von Risiken	180
a) Anfängliche Informationsasymmetrie (hidden information)	180
b) Nachträgliche Informationsasymmetrie (hidden action, moral hazard) ..	181
2. Risiken im Zusammenhang mit den Prozessinnovationen	182
a) Missbrauchsgefahr und Betrug	182
b) Gefahr unüberlegter Anlageentscheidungen	183
c) Die Gefahr von Informationskaskaden	184
d) Risiko der Unterkapitalisierung: Gefahr zu niedriger Fundingschwelle ..	184
e) Risiko der Überkapitalisierung	185
f) Gefahr der Insolvenz der Plattform	186
g) Interessenkonflikte	186
h) Ausnutzung des Spieltriebs	187
i) Abwicklung ohne Beratung	187
j) Sicherheitslücken	187
3. Risiken im Zusammenhang mit den anlegerbezogenen Innovationen	188
a) Mangelnde Qualifikation der Investoren	188
aa) Ungenügende Kenntnisse	188
bb) Unklarheiten über die Risiken der Anlage	189
cc) Keine qualifizierte Due Diligence möglich	189
dd) Gefühl besonderer emotionaler Verbundenheit	191
ee) Übervorteilung durch die Plattform oder den Emittenten	192
b) Problematik kleiner Beteiligungsbezüge	193
aa) Keine Rückbesinnungsschranke	193
bb) Nur geringe Anreize zur Informationssuche	194
cc) Geringere Anreize zur Kontrolle und Rechtsdurchsetzung	194
c) Ausnutzung von Urteilsverzerrungen	195
aa) Wahrscheinlichkeitsgewichtungen, lottery effect	196
bb) Information overload	196
cc) Framing	197
dd) Availability heuristic	198
ee) Representative heuristic und anchoring	199
ff) Conservatism bias, confirmation bias	201
gg) Overconfidence bias, overoptimism	201
hh) Zur Berücksichtigungsfähigkeit der Ergebnisse im Rechtsfindungs- prozess	202
ii) Zwischenergebnis	203
4. Risiken im Zusammenhang mit der anlageobjektspezifischen Innovation ..	204
a) Hohes unternehmerisches Risiko	204
aa) Wenig erfahrene bzw. inkompetente Gründer	204

bb) Kein „proof-of-concept“, technisches und Marktrisiko	205
cc) Gefahr minderer Qualität der Emittenten	205
dd) Ergebnisse empirischer Forschung	206
b) Bewertungsschwierigkeiten	207
aa) EBIT-Multiplikator-Verfahren	207
bb) Discounted-Cashflow-Verfahren	208
cc) Venture-Capital-Verfahren	209
dd) Zwischenergebnis und Bewertung	209
c) Informationsasymmetrie	210
d) Opportunistisches Verhalten	211
5. Risiken im Zusammenhang mit den vertragsstrukturellen Innovationen	211
a) Nur schuldrechtliche Vereinbarung, strukturelles Ungleichgewicht	211
aa) Risiko nachteiliger Abfindungsangebote	212
bb) Gefahr der Übervorteilung bei Exit	213
(1) Benachteiligung aufgrund unklarer Klauseln	213
(2) Gefahr der Umgehung der Exitklausel	214
(3) Weitere Risiken	214
b) Risiko des qualifizierten Rangrücktritts	215
c) Moral hazard, insbesondere Mittelverwendungsrisiko	215
aa) Gefahren opportunistischen Verhaltens	216
bb) Behandlung von moral hazard in typischen VC-Verträgen	217
cc) Unzureichende Maßnahmen gegen moral hazard bei Crowdfinanzierungen	217
d) Fehlender Sekundärmarkt	219
e) Verwässerungsgefahr	219
6. Medienspezifische Risiken	220
a) Einseitige Präsentationsvideos	220
b) Risiko nur flüchtiger Information	222
III. Zwischenergebnis	222

Drittes Kapitel

Rechtsbeziehungen	225
§ 7 Die rechtlichen Beziehungen der Beteiligten	225
I. Rechtsverhältnis Crowdinvesting-Plattform – Emittent	226
1. Fundingvertrag	226
a) Vertragsnatur	226
b) Pflichten der Parteien	228
2. Anspruch auf Zulassung zum Funding	229

II.	Rechtsverhältnis zwischen Crowdinvesting-Plattform und Anleger	230
1.	Nutzungs- und Auskunftsvertrag	230
a)	Vertragsschluss und Vertragsnatur	230
aa)	Kein Beratungsvertrag	231
bb)	Auskunftsvertrag	232
(1)	Voraussetzungen eines konkludenten Auskunftsvertrags	232
(2)	Auffassungen der Literatur	232
(3)	Stellungnahme	233
(4)	Kein Ausschluss durch AGB	234
(5)	Rechtspolitische Gründe für die Annahme eines Auskunftsvertrags	237
(6)	Marktplatzmodell möglich?	238
(7)	Crowdfinanzierungen als execution only-Dienstleistung möglich?	239
(8)	Zwischenergebnis	239
cc)	Kein Maklervertrag	240
dd)	Vertragsschluss im Fernabsatz	240
(1)	Einordnung als Finanzdienstleistung	241
(2)	Entgeltlichkeit	241
(3)	Rechtsfolgen	242
ee)	Elektronischer Geschäftsverkehr und Zusammenhängende Verträge	243
b)	Pflichten des Anlegers	243
c)	Pflichten der Plattform	244
aa)	Pflichten bezüglich der Plattformnutzung	244
bb)	Pflichten aus dem Auskunftsvertrag	244
(1)	Das Pflichtenprogramm von Anlagevermittlern nach der Rechtsprechung	245
(2)	Pflicht zur Exploration der Anlage	246
(a)	Informationsverschaffungs- und Prüfpflicht	247
(b)	Keine Selektionspflicht	249
(c)	Besonderheiten bei Start-up-Finanzierungen	249
(3)	Pflicht zur Aufklärung über die Anlage	250
(4)	Kein Ausschluss der Plausibilisierungspflicht durch Hinweis auf unterbliebene Plausibilitätsprüfung in AGB	251
cc)	Keine Erweiterung der Pflichten durch Wohlverhaltenspflichten	253
dd)	Keine vertragliche Prüfungspflicht bezüglich der Einhaltung der Zeichnungsgrenzen	255
d)	Vertragsbeendigung	255
2.	Datenschutzrechtliche Einwilligung	256
III.	Das Rechtsverhältnis zwischen Emittent und Anleger	256
1.	Vorvertragliche Pflichten	256

2. Die investmentvertragliche Beziehung	257
a) Vertragschluss	257
aa) Angebot und Annahme	257
bb) Vertragsschluss im Fernabsatz	258
cc) Widerrufsrecht nach § 2d VermAnlG	259
b) Vertragsinhalt	259
aa) Abgrenzung stille Gesellschaft – partiarisches Darlehen	260
bb) Gemischte Verträge	262
cc) AGB-Kontrolle	263
(1) Insbesondere: Nachrangklausel	263
(2) Insbesondere: Verwässerungsklauseln	265
(3) Insbesondere: Kündigung durch Mehrheitsbeschluss (Kündigungspooling)	266
dd) Pflichten des Emittenten	266
(1) Hauptleistungspflichten	266
(2) Einzelne Nebenpflichten	266
(a) Rücksichtnahmepflichten bei nachteiligen Geschäftsent-scheidungen	266
(b) Zweckbindung der Mittel	267
(c) Gleichbehandlung der Anleger	268
ee) Pflichten des Anlegers	269
IV. Das Rechtsverhältnis der Anleger untereinander	269
V. Haftung für Informationspflichtverletzungen	269
1. Haftung aus Vertrag	270
2. Vorvertragliche Haftung	272
a) Grundsätze	272
b) Haftung bei Inanspruchnahme persönlichen Vertrauens im Kommentar-bereich	273
c) Haftung des Emittenten	273
d) Haftung der Plattform	274
3. Keine spezialgesetzliche Prospekthaftung	275
4. Haftung nach § 22 VermAnlG	276
5. Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinn	276
a) Anwendbarkeit der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S.	277
aa) Anwendbarkeit bei Emissionen von nicht dem Vermögensanlagen-gesetz unterliegenden Instrumenten	277
bb) Anwendbarkeit bei unter Nutzung von § 2 VermAnlG emittierten Vermögensanlagen	278
cc) Anwendbarkeit bei Schwarmfinanzierungen i.S.d. § 2a VermAnlG	280
dd) Zwischenergebnis	282

b) Tatbestandsmerkmale der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S.	282
aa) Kapitalanlage	283
bb) Prospektbegriff	283
(1) Informationsdokumente bei Crowdfinanzierungen	284
(2) Prospektbegriff bei Crowdfinanzierungen	285
(a) Kurzinformationsdokumente	285
(b) Speicherbare ausführliche Informationsdokumente	285
(c) Flüchtige Inhalte auf der Internetplattform	286
(d) Videos	288
(3) Gesamtbetrachtung	289
(a) Gesamtbetrachtung nach Rupert Scholz-Grundsätzen	289
(b) Bewertung der Rechtsprechung	290
(c) Wirkungen der Gesamtbetrachtung	290
(aa) Wirkung zugunsten der Anleger	291
(bb) Wirkung zu Lasten der Anleger möglich?	291
(cc) Einbezug von spezialgesetzlich haftungsbewehrten Dokumenten?	293
(d) Auswirkungen auf Crowdfinanzierungen	294
(4) Keine Begrenzung der Auslegung durch § 264a StGB	294
(5) Zwischenergebnis	295
cc) Prospektmängel	295
(1) Leitlinien	295
(2) Einzelheiten	297
(a) Besonderheiten bei Start-up-Finanzierungen	297
(b) Vorenthalten von mittelverwendungsrelevanten Angaben	298
(c) Risikohinweise	298
(d) Übermäßig werbende Angaben	298
(e) Angaben zur Ermittlung der Unternehmensbewertung	300
(3) Aktualisierungspflichten	300
dd) Haftungsverpflichtete	301
(1) Emittent	302
(2) Geschäftsführer und Gesellschafter	303
(3) Plattform	303
(a) Ausgangspunkt: Keine Prospektverantwortlichkeit von Vermittlern	303
(b) Einfluss auf die Gestaltung des Anlagemodells	303
(c) Einfluss der Plattformen auf die Prospektgestaltung	304
(d) Haftung aufgrund besonderer Stellung und berufsmäßiger Sachkunde	304
(e) Zwischenergebnis	306

ee) Vertretenmüssen	307
(1) Maßgeblicher Verschuldensgrad	307
(2) Differenzierung nach Haftungsverpflichteten	309
ff) Mitverschulden	309
6. Zwischenergebnis	310
VI. Zwischenergebnis und Bewertung	311

Viertes Kapitel

Regulierung 313

§ 8 Grundlagen der Regulierung von Crowdinvesting	313
I. Regulierungstheoretische Grundlagen	313
1. Möglichkeiten von Regulierung in einer Marktwirtschaft	314
a) Schaffung einer Marktgrundlage, Stabilisierung	314
b) Korrektur von Marktversagen	314
aa) Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrie	314
bb) Marktversagen aufgrund von Marktmacht	315
cc) Marktversagen aufgrund prohibitiver Transaktionskosten	316
dd) Marktversagen aufgrund von Externalitäten und öffentlichen Gütern	316
ee) Marktversagen aufgrund irrationalen Verhaltens	317
c) Schutz des Schwächeren und Korrektur von Verhandlungsungleichgewichten	317
d) Grenzen von Regulierung	318
2. Kapitalmarktregulierung	318
a) Regulierungsziele	319
aa) Funktionsschutz	319
bb) Anlegerschutz	319
b) Regulierungstechnik	320
aa) Marktzugangs- und Produktregulierung	320
bb) Vertriebsregulierung	321
cc) Offenlegungspflichten	321
II. Ziele einer Regulierung von Crowdinvesting	322
1. Die Prämisse: Zu hohe Kosten des Informationsmodells	322
2. Der Zweck: Verbesserung der Bedingungen für kleine Emissionen	324
3. Der Zielkonflikt: Anlegerschutz	325
4. Besonderheit: Eingeschränkte Rechtfertigungslast der Regulierung	325
III. Die Leistungsfähigkeit regulierter Prospekte	326
1. Transparenzfunktion	327
a) Konkreter Transparenzvorteil?	327

b) Disziplinierungsfunktion	327
c) Einwände gegen die Leistungsfähigkeit von Prospekten bei Crowdfinanzierungen	328
2. Verhinderung der Ausnutzung von Urteilsverzerrungen	330
3. Haftungsfunktion	330
4. Seriositätsfunktion	330
5. Zwischenergebnis	331
IV. Leitprinzipien der Regulierung	331
1. Maxime niedriger Kosten	332
2. Erhaltung von Innovationspotentialen	332
3. Anknüpfung an Möglichkeiten des Internets	333
4. Risikospezifische Anknüpfung	333
5. Richtige regulatorische Anreize	334
V. Zwischenergebnis	334
§ 9 Regulierung de lege lata	335
I. Überblick über den regulatorischen Rahmen	335
1. Regulierung auf Ebene der Europäischen Union	335
2. Nationale Regulierung: Insbesondere Vermögensanlagengesetz	336
a) Vermögensanlagengesetz und Vertriebsvorschriften	336
b) Änderung des Vermögensanlagengesetzes durch das Kleinanlegerschutzgesetz	337
II. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Emittenten	338
1. Erlaubnispflichten	338
a) Erlaubnis für Betreiben des Einlagengeschäfts	338
b) Erlaubnispflicht nach KAGB	339
2. Emissionsbezogene Regulierung durch das Vermögensanlagengesetz	340
a) Anwendbarkeit des Vermögensanlagengesetzes	340
aa) Vermögensanlagen	340
bb) Öffentliches Angebot im Inland	341
cc) Emittent und Anbieter	342
b) Reguläre Emissionspflichten	344
c) Ausnahmen nach § 2 Abs. 1 VermAnlG	345
d) Ausnahme für Schwarmfinanzierungen nach § 2a VermAnlG	346
aa) Begrenzung von Schwarmfinanzierungen auf bestimmte Vermögensanlagen	346
bb) Begrenzung auf Emissionsvolumen von maximal 2,5 Mio. Euro ..	347
(1) Zeitliche Begrenzung	347
(2) Keine Begrenzung auf einen Anbieter	348
(3) Keine Begrenzung auf eine Plattform	349
(4) Kombination mit prospektspflichtigen Emissionen	350

(5) Zwischenergebnis	350
cc) Vermittlung ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung	351
dd) Kein maßgeblicher Einfluss des Emittenten auf die Internet-Dienstleistungsplattform	351
ee) Prüfungspflicht hinsichtlich der Einhaltung der Zeichnungsgrenzen	352
(1) Derzeitige Rechtslage	352
(2) Rechtslage vor Erlass des § 16 Abs. 3a FinVermV	353
ff) Keine Kombination von Ausnahmetatbeständen	357
gg) Rechtsfolgen	359
(1) Befreiung von Prospektflicht	359
(2) Keine Befreiung von der Pflicht zur Erstellung des VIB	359
(3) Befreiung von sonstigen Pflichten	360
(4) Widerrufsrecht	361
3. Emissionsbezogene Regulierung nach anderen Gesetzen	361
4. Unregulierte Emissionen	361
III. Vertriebsregulierung: Aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Plattformen	362
1. Erlaubnispflichten	363
a) Erlaubnispflicht nach KWG	363
aa) Keine Bankgeschäfte	363
bb) Finanzdienstleistungen	364
(1) Anlagevermittlung	364
(2) Anlageberatung	366
(3) Betrieb eines multilateralen Handelssystems	366
(4) Platzierungsgeschäft und Abschlussvermittlung	368
cc) Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG	369
dd) Erbringung der Anlagevermittlung oder Anlageberatung als vertraglich gebundener Vermittler	371
ee) Zwischenergebnis	372
b) Erlaubnispflicht nach GewO	372
c) Erlaubnispflicht nach ZAG	373
d) Erlaubnispflichten nach KAGB	375
aa) Pooling durch Kündigungsvereinheitlichung	376
bb) Pooling mittels Vehikels	376
cc) Gestaltung als Investmentvermögen möglich?	379
e) Plattform ohne Erlaubnis denkbar?	380
aa) Die Nutzung bankaufsichtsrechtlicher Ausnahmeverordnungen	380
bb) Der Vertrieb von Genossenschaftsanteilen	381
cc) Nutzung von Ausnahmeverordnungen nach § 2 VermAnlG	383
dd) Crowdfinanzierungen außerhalb des Vermögensanlagengesetzes? ..	384

ee) Zwischenergebnis	384
f) Zwischenergebnis und Voraussetzungen der Erlaubniserteilung	385
2. Emissionsbezogene Pflichten	385
a) Pflichten nach VermAnlG	385
b) Pflichten nach FinVermV bzw. WpHG	388
aa) Allgemeine Wohlverhaltenspflichten	388
bb) Statusbezogene Informationen	389
cc) Informationen zu Risiken, Kosten und Interessenkonflikten	390
(1) Kein Transparenzdefizit hinsichtlich Provisionen und Interessenkonflikten	390
(2) Art und Weise der Informationserteilung	390
(3) Umfang und Inhalt der Informationen	390
(4) Ausgewogenheitsgebot nach § 4 Abs. 2 WpDVerOV	391
dd) Zurverfügungstellung des VIB	392
ee) Angemessenheitsprüfung, kein execution only-Geschäft	393
ff) Prüfung der Einhaltung der Zeichnungsgrenzen	394
gg) Zwischenergebnis	397
c) Keine weiteren Pflichten nach WpHG	397
d) Pflichten nach GwG	398
3. Selbstregulierung: Verhaltenskodex des Bundesverbandes Crowdfunding e.V.	398
4. Zwischenergebnis	400
IV. Aufsichtsrechtliche Pflichten der Anleger?	400
V. Exkurs: Überblick über die Historie der Regulierung	402
VI. Zwischenergebnis und Bewertung	404
 § 10 Notwendigkeit und Möglichkeit weiterer Regulierung	407
I. Risiken im Zusammenhang mit den Prozessinnovationen	407
II. Risiken im Zusammenhang mit den anlegerbezogenen Innovationen	408
III. Risiken im Zusammenhang mit der anlageobjektspezifischen Innovation	410
IV. Risiken im Zusammenhang mit den vertragsstrukturellen Innovationen	411
V. Risiken im Zusammenhang mit der medialen Innovationsdimension	413
VI. Zwischenergebnis	414
 § 11 Regulierung de lege ferenda	414
I. Emittenten- und produktbezogene Regulierung	415
1. Keine Beschränkung von Schwarmfinanzierungen auf bestimmte Vermögensanlagen	415
2. Erweiterung des Schwarmfinanzierungsregimes auf Wertpapieremissionen	416
3. Emittentenbezogene Zulassungsbeschränkungen	418
a) Zulassung junger Unternehmen	418

b) Zulassung von Immobilienfinanzierungen	418
4. Befreiung von § 5a VermAnlG	420
a) Vorgabe zur Mindestlaufzeit allgemein verfehlt	420
b) Vorgabe zur Mindestlaufzeit bei Crowdfinanzierungen unangemessen ..	421
c) Keine Regelungen zu Kündigungsfristen notwendig	422
II. Regulierung der Plattformen	422
1. Zulassungspflichten und Beaufsichtigung	423
2. Keine Begrenzung des Vertriebs auf Anlageberatung und Anlagevermittlung	423
3. Allgemeine Verhaltenspflichten für Portale	424
a) Überprüfungspflichten der Plattformen	424
aa) Begrenzter Nutzen im Hinblick auf Betrugsgefahren	425
bb) Schwierigkeiten bei der Bestimmung des Pflichtenprogramms ..	425
cc) Vorteile einer zivilrechtlichen Anknüpfung	426
dd) Steigerung der Compliance-Kosten	426
ee) Keine Offenlegung der Due Diligence Standards	427
ff) Zwischenergebnis	428
b) Beteiligungsverbot für Plattformen	428
aa) Anteilserwerb im Rahmen der Crowdfinanzierung	428
bb) Anteilsbesitz vor Durchführung der Crowdfinanzierung	429
cc) Verbot maßgeblichen Einflusses des Emittenten auf die Plattform ..	429
dd) Zwischenergebnis	432
c) Verpflichtendes Angebot mehrerer Projekte	432
d) Neutralitätsgebot	432
e) Verpflichtung zur Anlegerexploration	433
f) Vorschriften zur Freischaltung der Angebotspräsentation	434
g) Zwischenergebnis	434
4. Regulierung des Fundingprozesses	435
a) Verpflichtende Einrichtung einer Kommunikationsplattform	435
aa) Vorteile von Kommunikationsfunktionen	435
bb) Berücksichtigung der Informationen durch die Anleger	438
cc) Anreizstrukturen zur Informationsoffnenlegung	438
dd) Kommunikationsfunktionen und Schwarmintelligenz	439
ee) Relative Bewertung des Anlegerschutzniveaus im Verhältnis zu prospektpflichtigen Emissionen	440
ff) Einrichtung von Kommunikationsfunktionen in der Praxis	441
gg) Ausgestaltung der Kommunikationsfunktionen	441
hh) Zwischenergebnis	442
b) Koppelung von Fundingschwelle und Fundinglimit	443
aa) Einziehung einer Fundingschwelle	443
bb) Begrenzung des Fundinglimits	444

cc) Lösung: Koppelung von Fundingschwelle und Fundinglimit	444
c) Verlängerung des Fundingzeitraums	445
d) Verbot der Anzeige des Fundingfortschritts	446
e) Verbot von außemonetären Anreizen und Early-Bird-Boni	447
f) Zwischenergebnis	449
5. Regulatorische Förderung eines Sekundärmarkts?	449
III. Emissionsbezogene Regulierung	451
1. Verschärfung des Warnhinweises	451
a) Formulierung des Warnhinweises	451
b) Tatbestandliche Anknüpfung	453
c) Verhältnis von § 13 VermAnlG zu Art. 5 PRIIPs-VO	453
d) Zwischenergebnis	455
2. Schwelle für die Anwendung des Schwarmfinanzierungsregimes	456
a) Zeitlicher Anwendungsbereich der Schwelle	456
b) Höhe der Schwelle	457
aa) Vorschläge der Literatur und Regelungen anderer Rechtsordnungen	458
bb) Kriterien zur Bestimmung des Schwellenwerts	459
cc) Keine Erhöhung der Schwelle angezeigt	459
dd) Keine Absenkung der Schwelle angezeigt	460
ee) Verringerung der Prospektschwelle bei besonders riskanten Emissionen	462
(1) Tatbestandliche Anknüpfung	462
(2) Rechtsfolge: Absenkung der Prospektschwelle	462
(3) Positive Effekte	463
(4) Mögliche Gegenargumentationen	463
ff) Zwischenergebnis	464
3. Abschaffung des Kombinationsverbots	464
a) Rechtfertigung des Kombinationsverbots in Bezug auf § 2 Abs. 1 Nr. 3 c) VermAnlG	465
b) Rechtfertigung des Kombinationsverbots in Bezug auf § 2 Abs. 1 Nr. 3 a) VermAnlG	465
c) Rechtfertigung des Kombinationsverbots in Bezug auf § 2 Abs. 1 Nr. 3 b) VermAnlG	466
d) Zwischenergebnis	468
4. Informations- und Offenlegungspflichten	468
a) Offenlegungspflichten in andern Ländern	468
b) Vermögensanlagen-Informationsblatt	469
c) Ausgewogenheitsgebot	470
d) Informationspflichten im Einzelnen	470
aa) Generelle Informationen	470
bb) Informationen über die Geschäftsleiter und Gesellschafter	471

cc) Informationen über Risiken	471
dd) Jahresabschlüsse	472
e) Zwischenergebnis	472
5. Modifikation des Widerrufsrechts nach § 2d VermAnlG	472
a) Keine Abschaffung des § 2d VermAnlG	473
b) Aufnahme einer Vorrangregelung	474
c) Streichung des § 2d Abs. 4 S. 2 VermAnlG	475
6. Regulierung des Videos	476
7. Beschränkungen von Werbemaßnahmen	478
8. Verpflichtende Updates	479
IV. Anlegerbezogene Regulierung	481
1. Mindestinvestitionsbeträge	481
2. Verpflichtende Beteiligung professioneller Investoren	481
3. Zeichnungsgrenzen	482
a) Schutzzweck und Rechtfertigung	484
aa) Schutzzweck: Emittentenschutz?	484
bb) Schutzzweck: Anlegerschutz	485
(1) Risiken aufgrund von Informationsasymmetrien	487
(2) Risiken im Zusammenhang mit dem Finanzierungsobjekt	487
(3) Risiken wegen Urteilsverzerrungen und Informationskaskaden	488
(4) Zwischenergebnis	488
cc) Der Schutzzweck der absoluten Höchstgrenzen	489
dd) Grundrechtliche Rechtfertigung	490
ee) Zwischenergebnis	491
b) Tatbestandliche Anknüpfung	491
aa) Prozessbezogene oder anlageobjektbezogene Anknüpfung	491
bb) Anknüpfung an Nettovermögen und Selbstauskunft	492
cc) Emissionsbezogene Ausgestaltung	494
c) Höhe der Zeichnungsgrenzen	495
aa) Höhe der unteren Zeichnungsgrenze	495
bb) Höhe der absoluten Zeichnungsgrenze	497
d) Die Gestaltung von Ausnahmeregelungen	497
aa) Kapitalgesellschaften	498
bb) Personenhandelsgesellschaften	499
cc) Professionelle Kunden	500
dd) Nahestehende Personen	502
e) Zwischenergebnis	503
4. Investor-Education und Anlegertests	504
V. Regulierung auf europäischer Ebene	507

VI. Zwischenergebnis	508
1. Emittenten- und produktbezogene Regulierung	509
2. Plattformbezogene Regulierung	509
3. Emissionsbezogene Regulierung	509
4. Anlegerbezogene Regulierung	510
5. Zusammenfassung des entwickelten Anlegerschutzsystems	510
VII. Bewertung	511

Fünftes Kapitel

Zusammenfassung und aktuelle Entwicklungen	513
§ 12 Zusammenfassung	513
I. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesen	513
II. Gesetzesvorschlag	518
1. Änderungen im Vermögensanlagengesetz	518
a) Änderung des § 2a VermAnlG	518
b) Änderung des § 13 VermAnlG	520
2. Änderungen des WpHG und der FinVermV	520
§ 13 Jüngste Entwicklungen	521
I. Gesetzentwurf zur neuen EU-Prospektverordnung	522
II. Europäische Crowdinvesting-Regulierung	524
1. Anwendungsbereich	524
2. Regulierungskonzept	526
3. Kritische Würdigung	527
a) Regelung außerhalb der MiFID II	527
b) Bürokratische Organisationspflichten	528
c) Regelungen zu Interessenkonflikten	528
d) Basisinformationsblatt	529
e) Zugang zu Aufzeichnungen	530
f) Regelungen zu Zahlungsdienstleistungen	530
g) Regulierung von Marketingmaßnahmen	530
h) Geringe Anlegerschutzstandards	531
4. Zusammenfassung	531
Literaturverzeichnis	533
Stichwortverzeichnis	558

Abkürzungsverzeichnis

1. FiMaNoG	Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz
2. FiMaNoG	Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz
a.A.	anderer Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
ACM Trans. Comput.- Hum. Interact.	ACM Transactions on Computer-Human Interaction
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft/Amtsgericht
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIF	Alternative(r) Investmentfonds
AIFM-Richtlinie	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010
AIFM-UmsG	AIFM-Umsetzungsgesetz
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein
AltFG	Alternativfinanzierungsgesetz
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. Psych.	American Psychologist
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
AnsVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AnwZert ITR	AnwaltZertifikatOnline IT-Recht
Art./Artt.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
B2B	Business-to-Business
B2C	Business-to-Consumer
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAnz.	Bundesanzeiger
BB	Betriebs-Berater
BC	Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling

Bd.	Band
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz
BeckRS	Beck Online Rechtsprechung
Begr.	Begründung
Begr. RegE	Begründung des Gesetzentwurfs der Bundesregierung
Beschl.	Beschluss
Beschl. u. Ber. FinA	Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie/Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie
BörsG	Börsengesetz
BR-Drs.	Drucksachen des Bundesrats
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Drucksachen des Deutschen Bundestags
Bus. Hor.	Business Horizons
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance
c.i.c.	culpa in contrahendo
Cog. Psychol.	Cognitive Psychology
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Comm. Strat.	Communications & Strategies
Contemp. Soc. Sci.	Contemporary Social Science
CR	Computer und Recht
CRA-VO	Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen
CRD IV	Capital Requirements Directive IV, 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.
CRR	Capital Requirements Regulation, 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
Decis. Support Syst.	Decision Support Systems
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
dies.	dieselbe/dieselben
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DOI	Digital Object Identifier
DRiZ	Deutsche Richterzeitung
DStR	Deutsches Steuerrecht
EBA	European Banking Authority
EBIT	earnings before interest and taxes
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECL	European Company Law
ECN	European Crowdfunding Network
Econ. Lett.	Economics Letters
ECSP	European Crowdfunding Service Provider (Europäischer Crowd-funding-Dienstleister)
ECSP-VO-E	Entwurf einer Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen, siehe den Vorschlag der EU Kommission v. 08.03.2018, COM(2018) 113 final.
Ed.	Editor
EFI	Expertenkommission Forschung und Innovation
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
EGG	Elektronischer Geschäftsverkehr-Gesetz
Electron. Commer. Res. Appl.	Electronic Commerce Research and Applications
Entrep. Theory Pract.	Entrepreneurship Theory and Practice
Erg.-Lief.	Ergänzungslieferung
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuCML	Journal of European Consumer and Market Law
EU-ProspektVO	Europäische Prospektverordnung, Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospektien enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung

EU-ProspektVO-2017	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 und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG
EUR	Euro
Eur. J. Soc. Psychol.	European Journal of Social Psychology
Europ. Econ. Rev.	European Economic Review
Europ. Fin. Mngmt.	European Financial Management
EuVECA	Europäische(r) Venture Capital Fonds
EuVECA-VO	Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Risikokapitalfonds eingetragener Verein
e.V.	Eingetragener Verein
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	folgende
FCA	Financial Conduct Authority
Fernabsatz-Finanzdienstleistungsrichtlinie	Richtlinie 2002/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. September 2002 über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher und zur Änderung der Richtlinie 90/619/EWG des Rates und der Richtlinien 97/7/EG und 98/27/EG
FinA	Finanzausschuss
FinVermV	Finanzanlagenvermittlungsverordnung
FMA	Finanzmarktaufsicht (Österreich)
Fn.	Fußnote
Frankfurt a.M.	Frankfurt am Main
GBP	Great Britain Pound
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GCBFP	Global Conference on Business and Finance Proceedings
GewArch	Gewerbeearchiv
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HBLJ	Hastings Business Law Journal
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
IBER	International Business & Economics Research Journal
i. d. R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer

i.E.	im Ergebnis
i.e.S.	im engeren Sinne
Inf. Econ. Pol.	Information Economics and Policy
Inf. Syst. Res.	Information Systems Research
Innov. Pol. Econ.	Innovation Policy and the Economy
insb.	insbesondere
Int. Econ. Econ. Policy	International Economics and Economic Policy
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
i.S.d.	im Sinne des/im Sinne der
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
J. Bus.	Journal of Business
J. Bus. Venturing	Journal of Business Venturing
J. Bus. Venturing Insights	Journal of Business Venturing Insights
J. Consumer Res.	Journal of Consumer Research
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. Law Studies	Journal of Corporate Law Studies
J. Econ. Behav. Org.	Journal of Economic Behavior and Organisation
J. Econ. Manag. Strat.	Journal of Economics and Management Strategy
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Intermed.	Journal of Financial Intermediation
J. Interactive Market.	Journal of Interactive Marketing
J. L. Econ. Org.	Journal of Law, Economics, and Organization
jM	juris Die Monatszeitschrift
J. Macromarketing	Journal of Macromarketing
J. Pers. Soc. Psychol.	Journal of Personality and Social Psychology
J. Political Econ.	Journal of Political Economy
J. Pos. Manag.	Journal of Positive Management
J. Pub. Econ.	Journal of Public Economics
J. Risk & Uncertainty	Journal of Risk and Uncertainty
J. Service Manag.	Journal of Service Management
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KapMuG-Reformgesetz	Gesetz zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes
KASG	Kleinanlegerschutzgesetz
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMG	Kapitalmarktgesezt

KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	litera
LMK	Lindenmaier-Möhring Kommentierte BGH-Rechtsprechung
Losebl.	Loseblatt
MaComp	BaFin, Rundschreiben 4/2010 (WA) – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (MaComp), Stand 08.03.2017.
Manag. Decis. Econ.	Managerial and Decision Economics
Manag. Sci.	Management Science
MAH	Müchener Anwaltshandbuch
MAR	Marktmissbrauchsverordnung, Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission
MaSI	BaFin, Rundschreiben 4/2015 (BA) – Mindestanforderungen an die Sicherheit von Internetzahlungen (MaSI), Stand 05.05.2015
MDR	Monatsschrift für deutsches Recht
mglw.	möglicherweise
MiFID	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MiFID II	Zweite Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
MiFID-DRL	MiFID-Durchführungsrichtlinie, Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012
Mio.	Million(en)

MMR	Multimedia und Recht
Mrd.	Milliarde(n)
MTF	Multilateral Trading Facility
MüKo	Münchener Kommentar
m.w. Nachw.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJ	Neue Justiz
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
n.N.	nullum Nomen
No.	Nummer
Nr.	Nummer
NWB	NWB Steuer- und Wirtschaftsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
P2B	Peer-to-Business
P2P	Peer-to-Peer
PDF	Portable Document Format
PIB	Produktinformationsblatt
PRIIPs-DurchführungsVO	Delegierte Verordnung (EU) 2017/653 der Kommission vom 8. März 2017 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP) durch technische Regulierungsstandards in Bezug auf die Darstellung, den Inhalt, die Überprüfung und die Überarbeitung dieser Basisinformationsblätter sowie die Bedingungen für die Erfüllung der Verpflichtung zu ihrer Bereitstellung
PRIIPs-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)
PRIP	Packaged Retail Investment Product
Procedia Soc. Behav. Sci.	Procedia Social and Behavioral Sciences
ProspektRL	Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG
Psychol. Sci.	Psychological Science
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
QRFM	Qualitative Research in Financial Markets
RAND J. Econ.	The RAND Journal of Economics
RdF	Recht der Finanzinstrumente

RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
S.	Seite(n)/Satz/Sätze
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
Small Bus. Econ.	Small Business Economics
sog.	sogenannt(e/en/er/es)
Sp.	Spalte
SpuRt	Sport und Recht
SSRN	Social Science Research Network
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
StB	Der Steuerberater
STI Studies	Science, Technology & Innovation Studies
Strat. Change	Strategic Change
TMG	Telemediengesetz
Tz.	Textziffer
u. a.	und andere/unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
unstr.	unstreitig
Urt.	Urteil
U.S.	United States
USA	United States of America
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	vom/von
VC-Venture-Capital-Verbraucherrechte-Richtlinie	Richtlinie 2011/83/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2011 über die Rechte der Verbraucher, zur Änderung der Richtlinie 93/13/EWG des Rates und der Richtlinie 1999/44/EG des Europäischen Parlaments und des Rates sowie zur Aufhebung der Richtlinie 85/577/EWG des Rates und der Richtlinie 97/7/EG des Europäischen Parlaments und des Rates.
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VermVerkProspGebV	Vermögensanlagen-Verkaufsprospektgebührenverordnung
VermVerkProspV	Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung
VermVerMiV	Verordnung zur Durchführung des § 11a des Vermögensanlagen-gesetzes
VG	Verwaltungsgericht
vgl.	vergleiche
VIB	Vermögensanlagen-Informationsblatt
VIBBestV	Vermögensanlagen-Informationsblatt-Bestätigungsverordnung
Vorb.	Vorbemerkung
vs.	versus
VuR	Verbraucher und Recht

Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
WIB	Wertpapier-Informationsblatt
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
Yale L. J.	Yale Law Journal
ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
Zahlungsdienstesrichtlinie	Richtlinie 2007/64/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. November 2007 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien 97/7/EG, 2002/65/EG, 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 97/5/EG
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfBR	Zeitschrift für deutsches und internationales Bau- und Vergaberecht
ZfCM	Zeitschrift für Controlling und Management
ZfgG	Zeitschrift für das gesamte Genossenschaftswesen
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZfKE	Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
z. T.	zum Teil
ZUM	Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht
ZVertriebsR	Zeitschrift für Vertriebsrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Erstes Kapitel

Phänomen

§ 1 Einleitung

Seit einiger Zeit ist die Entwicklung einer neuen Finanzierungsform im künstlerischen, kulturellen und sozialen Bereich zu beobachten, bei der per Internetaufruf kleinere Finanzierungsbeiträge eingesammelt werden. Ende 2011 schlug insbesondere die Finanzierung eines Kinofilms zur Fernsehserie „Stromberg“ in der Öffentlichkeit Wellen. Binnen fünf Tagen sammelte die Produktionsfirma von Fans der Serie eine Million Euro ein.¹ Den Unterstützern wurden neben Freikarten für Kinovorstellungen und der Namensnennung im Abspann auch monetäre Anreize zur Beteiligung geboten: Für die erste Million verkaufter Kinokarten sollte je Eintrittskarte ein Euro an den Investorenpool ausgeschüttet werden. Für jede darüber hinaus verkauft Karte sollte der Pool 0,50 Euro erhalten. Mittlerweile wurde an die Investoren in der Tat der Einsatz und – da ausreichend Kinokarten verkauft wurden – die versprochene Erfolgsprämie wieder ausgeschüttet.²

Ganz neu ist das Phänomen, zur Finanzierung viele kleine Beiträge einzusammeln, nicht: In den USA konnte Barack Obama den Wahlkampf, der ihn 2008 zum Sieg führte, nicht zuletzt durch eine Vielzahl von Online-Kleinspenden³ finanzieren, die zusammen mehrere hundert Millionen Dollar betragen.⁴ Mehr als die Hälfte der Summe setzte sich aus Kleinspenden unter 200 US-Dollar zusammen.⁵ Ein weiteres prominentes Beispiel aus dem 19. Jahrhundert ist die Freiheitsstatue: Der Bau ihres Sockels wurde nach einem Zeitungsauftrag durch eine Vielzahl von Kleinspenden ermöglicht.⁶ Die Spender wurden im Gegenzug unabhängig vom Spendenbetrag in

¹ Bareiß, ZUM 2012, S. 456, 457; vgl. auch Heismann, Geldsammeln a la Stromberg – wie sicher ist Crowdfunding?, abrufbar unter <http://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/wagniskapital-geldsammeln-la-stromberg-wie-sicher-ist-Crowdfunding/7367538.html> [20.06.2017].

² Brächer, „Stromberg“ zeigt, dass Crowdfunding funktioniert. Trotzdem braucht es dafür klare Regeln, Handelsblatt v. 20.10.2014, S. 38.

³ Siehe zu Crowdfunding als Parteienfinanzierung auch Kersten, JuS 2014, S. 673, 678 f.

⁴ Hemer et al., Crowdfunding, S. 7; Leimeister, ZfCM 56 (2012), S. 388, 389.

⁵ Gierczak et al., in: Brüntje/Gajda, Crowdfunding in Europe, S. 7, 8.

⁶ Gierczak et al., in: Brüntje/Gajda, Crowdfunding in Europe, S. 7, 8; Hemer et al., Crowdfunding, S. 19 f.; Dapp/Laskawi, Crowdfunding, S. 3; der Wortlaut des Aufrufs von Joseph Pulitzer in der New York World findet sich bei Veith, BKR 2016, S. 184: „We must raise the money! The World is the people's paper, and now it appeals to the people to come forward

der Zeitung erwähnt.⁷ 80 Prozent der Summe von 102.000 US-Dollar wurden dabei von Spenden unter einem Dollar aufgebracht.⁸ Neu an der Finanzierungsform ist nunmehr aber der Einsatz des Internets,⁹ welches insbesondere bei Entstehen der nötigen Viralität transaktionskostengünstiges Marketing sowie eine ebenso günstige Abwicklung der Zahlungsvorgänge ermöglicht. Die Akquise kleinerer Beiträge lohnt sich dadurch eher, insbesondere auch schon dann, wenn der absolute Kapitalbedarf verhältnismäßig gering ist.

Innerhalb dieses als Crowdfunding bezeichneten Phänomens entwickelten sich schnell auch Mechanismen zur Finanzierung von Unternehmen und kommerziellen Projekten, denn unternehmerisches Kapital ist naturgemäß knapp. Insbesondere kleine und mittlere Unternehmen (KMU) und Start-ups beklagen häufig den fehlenden oder schwierigen Zugang zu Kapital. In Zeiten niedriger Zinsen auf Spareinlagen und am Kapitalmarkt steht diesem Befund eine Vielzahl von Anlegern gegenüber, die veritable Renditechancen suchen.

Die Zusammenführung dieser Nachfrage und dieses Angebots erfolgt seit einigen Jahren¹⁰ im Rahmen des sog. Crowdinvestings.¹¹ Dabei fungieren vornehmlich Privatpersonen mit kleinen bis mittleren Beträgen als Risikokapitalgeber für Start-ups, welche den Kapitalgebern ihrerseits Gewinn- und Erlös-Beteiligungen im Falle eines Exits¹² einräumen. Aber auch Wachstumsunternehmen, Immobilienentwickler oder Unternehmen bzw. Institutionen, die Anlagen zur Energieerzeugung aus erneuerbaren Quellen errichten wollen, bieten online (festverzinsliche) Finanzierungsinstrumente an. Sogar die Finanzierung kommunaler Aufgaben ist möglich.¹³ Meistens helfen bei der Anlegervermittlung spezialisierte Online-Portale, die dem Sektor der „FinTechs“¹⁴ zuzurechnen sind und meist als Plattformen bezeichnet werden.

and raise the money. The \$ 250,000 that the making of the Statue cost was paid in by the masses of the French people – by the working men, the tradesmen, the shop girls, the artisans – by all, irrespective of class or condition. Let us respond in like manner. Let us not wait for the millionaires to give us this money. It is not a gift from the millionaires of France to the millionaires of America, but a gift of the whole people of France to the whole people of America.“

⁷ Gierczak et al., in: Brüntje/Gajda, Crowdfunding in Europe, S. 7, 8; Bareiß, ZUM 2012, S. 456, 457.

⁸ Gierczak et al., in: Brüntje/Gajda, Crowdfunding in Europe, S. 7, 8.

⁹ Hahn/Naumann, in: Hahn, Finanzierung und Besteuerung, S. 174.

¹⁰ Die ersten Crowdinvestingkampagnen in Deutschland begannen am 1. August 2011, siehe – auch zu weiteren Marktdaten aus der Anfangszeit – Klöhn/Hornuf, ZBB 2012, S. 237, 240 ff.

¹¹ Siehe unter § 2 I.1.c)cc)(1) und II.5.e) zur genauen Begriffsdefinition.

¹² Mit Exit wird im Bereich des Venture Capital der Verkauf des Unternehmens bzw. der (Mehrheit der) Anteile bezeichnet.

¹³ Siehe dazu Kay, jM 2016, S. 178.

¹⁴ Dazu einführend etwa Scholz-Fröhling, BKR 2017, S. 133; Söbbing, BKR 2016, S. 360.

Im Hinblick auf das Aufkommen dieser Finanzierungsformen wurde schon von der „Demokratisierung der Unternehmensfinanzierung“¹⁵ oder der „Demokratisierung des Finanzwesens“¹⁶ sowie einer Revolution im Hinblick auf die Art und Weise der Kapitalallokation¹⁷ gesprochen. Die deutsche Entwicklung im Bereich des Crowdinvestings scheint sich allerdings bereits wieder abzukühlen.¹⁸ Da bisher im Crowdinvestingmarkt häufig Verluste zu verzeichnen waren und selbst im Erfolgsfall keine Vervielfachung des eingesetzten Kapitals, sondern vergleichsweise geringe Renditen erzielt wurden, wurde sogar von einer Anlegerfalle gesprochen.¹⁹ Die Entwicklung dieses hochdynamischen Markts²⁰ ist kaum vorherzusagen.²¹

I. Problemaufriss

Als Unterform von Crowdfunding verdient Crowdinvesting aus verschiedenen Gründen intensive rechtswissenschaftliche Betrachtung. Bei dieser Finanzierungsform werden Anlegern monetäre Gegenleistungen geboten, so dass sie – im Unterschied zu spendenbasiertem Crowdfunding oder solchen Formen, bei denen nur verschiedene materielle Gegenleistungen, sog. „Rewards“, gewährt werden – unter Kapitalanlagegesichtspunkten zu beurteilen ist. Renditeorientiertes Crowdinvesting ist daher besonders komplex²² und regulatorisch enger eingefasst.

Dabei sind die widerstreitenden Interessen im Grundsatz einfach greifbar: Die Anleger, die in erster Linie ihre Rendite maximieren wollen, sind grundsätzlich schlechter informiert als die Kapitalsuchenden, die das benötigte Kapital mit möglichst wenig Aufwand und möglichst geringer Gegenleistung einwerben wollen. Der daraus entstehende Interessenwiderstreit unterscheidet sich also prinzipiell nicht von der typischen kapitalmarktlchen Interessenkonstellation. Allerdings zeigen sich

¹⁵ Vgl. *Turan*, Procedia Soc. Behav. Sci. 195 (2015), S. 353, 361; *Hemer* et al., Crowdfunding, S. 8, 113; *Block/Moritz*, BANDquartal 1/2014, S. 3; vgl. auch *Hanks/Romano/Tonelli*, ECL 2014, S. 237, 240; i.E. zurecht nicht unkritisch *Fischer*, Rechtslage, S. 114 f.

¹⁶ *Pöltner/Turki/Horak*, in: *Pöltner/Horak*, Crowdfunding, S. 53; ähnlich *Kim/Viswanathan*, The ‚Experts‘ in the Crowd: The Role of ‚Expert‘ Investors in a Crowdfunding Market, SSRN 2258243, S. 2.

¹⁷ *Bradford*, Colum. Bus. L. Rev. 2012, S. 1, 5.

¹⁸ Vgl. auch *Danwerth*, ZBB 2016, S. 20, 22.

¹⁹ Vgl. *Doms*, Anlegerfalle Crowdinvesting, abrufbar unter <http://www.capital.de/dasmagazin/anlegerfalle-crowdinvesting.html> [20.06.2017]; vgl. kritisch auch schon *Pfeil*, Das nächste große Ding, abrufbar unter <http://www.zeit.de/2013/17/geldanlage-crowdinvesting-start-up-unternehmen> [20.06.2017].

²⁰ Vgl. European Commission, Crowdfunding innovative ventures in Europe, S. V.

²¹ Zu Schwierigkeiten aufgrund des schnellebigen Forschungsfeldes *Hagedorn/Pinkwart*, HHL Working Paper No. 120, S. 3 f.

²² Siehe zur unterschiedlichen Komplexität verschiedener Crowdfinanzierungsformen *Hemer* et al., Crowdfunding, S. 34; *Gierczak* et al., in: *Brüntje/Gajda*, Crowdfunding in Europe, S. 7, 13; siehe zu anderen Formen des Crowdfundings auch *Söpper*, Crowdfunding.