

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 211

Die Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister

Ihr Anwendungsbereich
im Hinblick auf die Anlageformen
des deutschen Rechts

Von

Johannes Öhmann



Duncker & Humblot · Berlin

JOHANNES ÖHMANN

Die Verordnung über Europäische
Schwarmfinanzierungsdienstleister

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 211

Die Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister

Ihr Anwendungsbereich
im Hinblick auf die Anlageformen
des deutschen Rechts

Von

Johannes Öhmann



Duncker & Humblot · Berlin

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

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

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

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

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

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

Meinen Eltern

Vorwort

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

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

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

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

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

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

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

Köln, im September 2022

Johannes Öhmann

Inhaltsübersicht

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

Erstes Kapitel

Grundlagen der Schwarmfinanzierung	36
A. Begriffsbestimmung	36
I. Entwicklungsgeschichte des Phänomens	37
II. Wesen des Crowdfundings	40
III. Typen des Crowdfundings	42
B. Wirtschaftliche Betrachtung des Phänomens	48
I. Gründe für die Wahl des Crowdfundings als Finanzierungsweg	48
II. Dynamik des Crowdfundings – Marktdaten	53
C. Die Crowdfunding-Kampagne	61
I. Ablauf einer Crowdfunding-Kampagne	61
II. Akteure beim Crowdfunding	64
D. Zusammenfassung	70

Zweites Kapitel

Die Anlageformen im deutschen Recht	71
A. Unterteilung der Anlageformen	71
B. Die Regulierung des Crowdfundings im deutschen Recht: abstrakte Darstellung	72
I. Erlaubnispflichten	73
II. Prospektpflichten	79
C. Die konkreten Anlageformen und deren regulatorische Voraussetzungen	83
I. Schuldrechtliche Konstruktionen	83
II. Gesellschaftsrechtliche Konstruktionen	103
D. Regulierung als Motor der tatsächlichen Verwendung	108

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

Drittes Kapitel

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

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

Viertes Kapitel

Abstrakte Bestimmung des Anwendungsbereichs der Verordnung 160

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

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

Fünftes Kapitel

**Anwendung der ECSP-Verordnung auf die Anlageformen
des deutschen Rechts**

234

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

Schlussbetrachtung 289

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

Literaturverzeichnis	294
Sachwortverzeichnis	326

Inhaltsverzeichnis

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

Erstes Kapitel

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

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

Zweites Kapitel

Die Anlageformen im deutschen Recht 71

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

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

Drittes Kapitel

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

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

2. Positionen Österreichs und Deutschlands 138

VIII. Schlussarbeiten 139

C. Leitlinien und wesentliche Regelungen der ECSP-Verordnung 139

 I. Der Schwarmfinanzierungsdienstleister als Adressat 139

 II. Zulassung eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters nach Art. 12 ECSP-VO 141

 1. Voraussetzungen der Zulassungserteilung 141

 2. Das Zulassungsverfahren und der Umfang der Zulassung 142

 III. Grenzüberschreitendes Tätigwerden der Schwarmfinanzierungsdienstleister ... 143

 1. Entwicklung 143

 2. Verfahren zur Erstreckung der Zulassung auf andere Mitgliedstaaten der Europäischen Union 144

 IV. Zuständige Behörden und Aufgaben 145

 1. Nationale Aufsicht bei europäischer Koordination 145

 2. Wesentliche Aufgaben der zuständigen nationalen Behörde 147

 V. Anlegerschützende Vorschriften 147

 1. Dreiklang der regulatorischen Anforderungen 147

 2. Organisatorische Anforderungen 148

 3. Offenlegungspflichten 149

 a) Allgemeine Informationspflichten in Art. 19 sowie Art. 20 ECSP-VO ... 150

 b) Das Anlagebasisinformationsblatt 150

 4. Aufsichtsrechtliche Anforderungen 152

 5. Weitere Schutzmechanismen zugunsten sog. „nicht kundiger Anleger“ 152

 VI. Verhältnis zu bestehenden Regelungen 154

 1. Nationale Vorschriften, insbesondere Art. 1 Abs. 3 ECSP-VO 154

 2. Richtlinie 2014/65/EU, MiFiD II 155

 3. Verordnung (EU) 2017/1129, Prospektverordnung 156

 4. Verordnung (EU) 1286/2014, PRIIP 156

 5. Parallele Lizenzen, um verschiedene Tätigkeiten zu erbringen 157

 VII. Inkrafttreten und Übergangsregelungen 157

D. Zusammenfassung 158

Viertes Kapitel

Abstrakte Bestimmung des Anwendungsbereichs der Verordnung 160

A. Die Schwarmfinanzierungsdienstleistung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ECSP-VO: Grundlagen 160

 I. „Zusammenführung von Geschäftsfinanzierungsinteressen“ als Programmsatz 161

 1. Maß des Finanzierungsinteresses des Projektträgers 161

 2. Grad der Beteiligung der Schwarmfinanzierungsplattform 163

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

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

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

Fünftes Kapitel

Anwendung der ECSP-Verordnung auf die Anlageformen des deutschen Rechts	234
A. Kreditbasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) ECSP-VO	234
I. „Einfache“, nicht-nachrangige Darlehen im Sinne von § 488 Abs. 1 BGB	234
1. Das Geschäftsmodell des „echten“ Crowdlendings	234

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

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

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

Abkürzungsverzeichnis

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

CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
Der Staat	Zeitschrift für Staatslehre und Verfassungsgeschichte, deutsches und europäisches öffentliches Recht
DGSG	Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Einlagensicherungssysteme
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht
E-Geld-RL	Richtlinie 2009/110/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten, zur Änderung der Richtlinien 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2000/46/EG
EBA	European Banking Authority
Ebd.	Ebenda
EBI Working Paper Series	European Banking Institute Working Paper Series
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECLI	European Case Law Identifier
ECN	European Crowdfunding Network
ECON	Economic and Monetary Affairs Committee/Ausschuss für Wirtschaft und Währung
ECSP	European Crowdfunding Service Provider
ECSP-Verordnung/ ECSP-VO	Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Oktober 2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937
ECSP-VO-E	Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen, COM(2018) 113 final vom 8. 3. 2018
ECSP-VO-E-EP	Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 27. März 2019 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister für Unternehmen, COM(2018)0133 – C8–0103/2018–2018/0048(COD)
ECSP-VO-E-R	Kompromissvorschlag des Rates der Europäischen Union für eine Verordnung des Europäischen Europäischen Parlaments und des Rates über Europäische Crowdfunding-Dienstleister (ECSP) für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung Nr. 2017/1129, 2018/0048 (COD) vom 24. 6. 2019
EG	Europäische Gemeinschaften
EJCL	European Journal of Comparative Law and Governance
EJRR	European Journal of Risk Regulation

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

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

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

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

Einleitung

A. Gegenstand der Untersuchung

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁰ Erwägungsgründe 7, 8 ECSP-VO.

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

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

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

¹¹ Art. 1 Abs. 1 ECSP-VO.

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

¹³ Art. 1 Abs. 2 lit. c) ECSP-VO.